

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

2 / 2015

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

S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, R. Lener, F. Maimeri, A. Mangione, F. Moliterni, G. Niccolini, P. Passalacqua, 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. 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:

L. Di Brina, L. Di Donna, P. Gaggero, F. Moliterni, M. Pellegrini, M. Sepe, D. Siclari, A. Urbani

PARTE PRIMA

ARTICOLI

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)* (Preliminary considerations on the MiFID II Directive (between investors' expectations and actual legal framework)..... 72

SANDRO AMOROSINO – *I servizi pubblici: telenovela legislativa e sciarada per i giuristi* (Public services: a legal soap opera and also an issue for legal scholars).....117

ENRICO GALANTI – PATRIZIA ROSATONE – *Il nuovo Codice delle Assicurazioni Private e il futuro della vigilanza sulle assicurazioni* (The new Private Insurance Code and the future of the supervision on insurance companies)..... 125

LUCIO LANDI – *L'ufficio parlamentare di bilancio nell'ordinamento italiano* (The Parliamentary Budget Office in the Italian legal framework).....177

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

DIEGO ROSSANO – *Legittimo il programma "OMT": la Corte di Giustizia dà ragione alla BCE (Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Grande Sezione, 16 giugno 2015)* (The "OMT" program is legal: the Court of Justice of the European Union supports the ECB. CJEU, Grand Chamber, June 16, 2015)..... 52

ANGELA TROSI – *Gli strumenti di intervento della BCE e le prospettive dell'Unione Europea (Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Grande Sezione, 16 giugno 2015)* (The ECB's non-standard measures and the perspectives of the European Union. CJEU, Grand Chamber, June 16, 2015)..... 94

PARTE PRIMA

ARTICOLI

**PRIME RIFLESSIONI SULLA MiFID II.
(TRA ASPETTATIVE DEGLI INVESTITORI
E REALTÀ NORMATIVA).**

*Preliminary considerations on the MiFID II Directive
(between investors' expectations and actual legal framework)*

ABSTRACT: *This paper provides an overview of MiFID II and MiFIR, which have been recently introduced in order to reframe the present-day regulatory format and thus create a new rulebook for EU financial markets. It is argued that – by creating a new level playing field in Europe – the recasting of the current MiFID regime aims at correcting some flaws and limitations from the previous established framework and, as a consequence, defining new guidelines for European financial actors. The study is organized as follows: the first section puts the analysis into context by briefly describing the reasons that have led to the recent reform; the second part sheds light on the main changes introduced by the proposed Directive and Regulation; and the last part of the paper contains some reflections on the role of ESMA and – eventually – concluding remarks.*

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. La MiFID I e le attese deluse. - 3. La crisi finanziaria: implicazioni sulla riforma della normativa speciale. - 4. La MiFID II ed il regolamento MiFIR: contenuti del nuovo progetto disciplinare. - 5. Talune innovazioni della disciplina degli intermediari... - 6. (Segue) ... il controllo di determinate fattispecie negoziali. - 7. L'operatività dei mercati. - 8. Ruolo delle autorità di settore. - 9. Conclusioni.

1. Nell'introdurre un convegno dedicato all'analisi del rapporto tra «contratto e mercato», alcuni lustri or sono Giorgio Oppo si poneva la domanda se è il contratto a fare il mercato o viceversa, interrogativo nel quale si compendia

l'essenza delle relazioni negoziali aventi ad oggetto i prodotti finanziari.¹ Tale interrogativo segna la chiara presa d'atto della complessità che, al presente, caratterizza le modalità di composizione tra domanda e offerta, sollecitando l'analisi della funzione assolta dal mercato nella definizione dell'attività di scambio.

La riflessione deve essere orientata, pertanto, alle molteplici e variegate modalità con cui il legislatore ha disciplinato le fattispecie operative praticate nei sistemi evoluti, predisponendo adeguati presidi in grado di assicurare il rispetto del principio del «need of protection», che da tempo connota la normativa posta a tutela del c.d. contraente debole. Da qui l'esigenza di aver riguardo alle modifiche della regolazione preordinata al superamento delle 'asimmetrie informative' del mercato e, dunque, al recepimento di innovazioni della tecnica (si pensi ai processi informatici, telematici, ecc.) che talora consentono di ampliare le modalità di esplicazione e lo stesso ruolo del «contratto», talaltra pongono pesanti condizionamenti alle manifestazioni della volontà delle parti negoziali.

Naturalmente, l'indagine - nel verificare se, ed in qual misura, i criteri ordinatori adottati consentano un'adeguata informazione precontrattuale ed il conseguimento di idonei livelli di trasparenza delle condizioni contrattuali - non potrà prescindere dalla incidenza in subjecta materia delle indicazioni europee, la cui portata prescrittiva rileva in sede di recepimento delle direttive che concorrono con i precetti costituzionali nel «determinare il vincolo della legge ordinaria» come fonte disciplinare.²

¹ Cfr. OPPO, *Contratto e mercato*, in *Vario diritto. Scritti giuridici*, Padova, 2005, vol. VII, p.193 ss.; in precedenza tale A. si era occupato del rapporto tra "contratto e mercato" nel saggio *Principi*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Buonocore, Torino, 2001, Sez. I, Tomo I, *passim*.

² Cfr. OPPO, *Commento sub art. 41 Cost.*, in *Codice commentato della banca*, a cura di Capriglione e Mezzacapo, Milano, 1990, I, p. 3 ss.

Sicché, viene in considerazione il processo evolutivo della legislazione speciale, la quale recentemente ha ampliato il suo ambito contenutistico, eliminando taluni pregressi vuoti normativi, estendendo la sua applicazione e prevedendo una nuova forma di «gestione dei sistemi di negoziazioni organizzati».

Non a caso la direttiva n. 2014/65/ UE del Parlamento Europeo e del Consiglio (relativa ai mercati degli strumenti finanziari) - nel ridefinire la regolazione disposta nel provvedimento noto come MiFID I (direttiva n. 2004/39/CE), cui, in diverse occasioni, erano state recate numerose modifiche sostanziali ed implementazioni (si vedano rispettivamente le direttive n. 2006/31/CE e n. 2006/73/CE) - ha puntualizzato la normativa concernente l'accertamento dell'adeguatezza dei 'prodotti finanziari' alle esigenze e caratteristiche degli investitori. Sono state introdotte, quindi, misure disciplinari con riguardo all'identificazione degli strumenti giuridici offerti dall'ordinamento per conseguire un elevato livello di tutela; ciò, addivenendo ad una innovativa specificazione di taluni servizi, alla modifica delle modalità di esecuzione degli ordini della clientela e, più in generale, interagendo sull'operatività dei mercati.

Come si avrà modo di precisare qui di seguito, l'intento di rafforzare il regime di trasparenza delle negoziazioni e di salvaguardare la posizione delle controparti negoziali degli intermediari si è tradotto nella previsione di una più intensa responsabilità a carico di questi ultimi; sono stati, quindi, stabiliti appositi requisiti organizzativi per la loro struttura al fine di rendere possibile un'informazione degli investitori più dettagliata e dotata di maggiore frequenza rispetto al passato. Di fondo si evidenzia il proposito di predisporre le condizioni per l'esercizio dell'attività finanziaria in modalità idonee a garantire forme di tutela più congrue in vista di un ordinato funzionamento dei mercati e di un'elevata qualità nell'esecuzione delle operazioni.

Si individuano i presupposti di un intervento regolatore preordinato

all'eliminazione - o, quanto meno, alla riduzione - delle incertezze dei mercati connesse alle carenze (rectius: limiti) dei prodotti che in essi sono collocati. Per converso, il riferimento alla responsabilità degli intermediari - la cui attività è talora orientata a trarre profitto dalla sostanziale diseguaglianza della posizione contrattuale della clientela e, dunque, dall'inadeguatezza dei processi informativi - riconduce all'osservanza di puntuali regole di condotta per assicurare una linea comportamentale improntata a correttezza ed efficienza operativa.

Da qui la particolare direzione da ascrivere alla ricerca la quale - nel valutare le significative trasformazioni recate allo svolgimento dell'attività finanziaria dalla normativa sopra richiamata - non potrà prescindere dalla considerazione che sono mutati i «congegni» che in vario modo condizionano la vita della collettività; donde il riscontro di una rivoluzione di mentalità, segnata da un'apertura al nuovo, in passato sconosciuta. Si registra, infatti, un più intenso rapporto tra norma e fatto, cui consegue una maggiore attenzione al nesso tra diritto ed economia; pertanto, la conformazione a regole giuridiche assurge a momento fondante della moderna geometria politico-economica, che contribuisce in termini positivi alla costruzione di un mondo nuovo.

Conseguentemente, ferma restando la funzione regolatrice del contratto (cui è rimessa la possibilità di veicolare informazioni idonee a prevenire comportamenti non corretti delle controparti negoziali),³ è evidente come l'evoluzione delle tecniche negoziali - cui nel presente si assiste - stia incentivando la fiducia degli utenti del mercato finanziario grazie all'introduzione di innovative formule disciplinari. La consapevolezza degli investitori di poter fruire, in sede operativa, dei benefici di una specifica protezione normativa (nei confronti delle imprese di investimento) di certo interagisce positivamente sullo sviluppo dell'attività di cui

³ Cfr. CAPRIGLIONE, *Introduzione*, in AA.VV., *I contratti dei risparmiatori*, in *Istituti Di Diritto Civile*, collana diretta da Guido Alpa, Milano, 2013, p. 4 ss.

trattasi; e ciò, vuoi favorendo l'utilizzazione di modelli di business di difficile praticabilità (si ha riguardo al settore dei 'derivati'), vuoi riconducendo all'analisi tipica di law and economics fattispecie che presentano carattere di continuità con quelle rientranti nel tradizionale ambito d'indagine di quest'ultimo.

2. L'analisi delle modalità esplicative della volontà negoziale venne orientata, in passato, alla valutazione degli effetti conseguenti all'introduzione di 'prassi standardizzate' di contrattazione, vale a dire alle implicazioni del fenomeno della produzione di massa di beni o servizi, che ha dato luogo a fattispecie contrattuali nelle quali appare modificato il tradizionale meccanismo dell'incontro di volontà. In presenza di forme operative che vedevano l'intervento degli investitori limitato ad aderire (rectius: ad accettare) a "clausole" interamente predisposte dall'intermediario, la preventiva formulazione di un contenuto negoziale uniforme dei contratti attivabili dagli enti creditizi fu ritenuta sufficiente modalità di tutela dei medesimi.

L'attenzione dedicata dalla dottrina alla natura ed efficacia delle c.d. «Norme bancarie uniformi» (nelle quali risultavano unificate dall'ABI le condizioni generali dei contratti bancari) conferma tale assunto.⁴ L'avvio ad un percorso valutativo (che ha, in un primo momento, ridimensionato la portata di tali norme⁵, per poi concludersi, nel 2004, con il loro definitivo tramonto)⁶ è alla ba-

⁴ Cfr., tra gli altri, GABRIELLI, *Controllo pubblico e norme bancarie uniformi*, in AA.VV., *I controlli bancari*, Napoli, 1978, p. 284 ss.; FLORIDA, *Condizioni bancarie uniformi*, in AA.VV., *La concorrenza bancaria*, Milano, 1985, p. 171 ss.; MAIMERI, *Potere contrattuale e norme bancarie uniformi*, in *Riv. dir. civ.*, 1986, 2, p. 209 ss.; DESARIO, *Caratteristiche e finalità dell'azione della Banca d'Italia nella dinamica evolutiva del diritto dei contratti bancari e finanziari*, in *Documenti della Banca d'Italia*, 2000, n. 647.

⁵ Cfr., sul punto, CARRIERO, *Commento sub art. 117 T.u.b.*, in AA.VV., *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e finanziaria*, cit., p. 905 ss., ove il ruolo delle NBU viene ricondotto a quello di mero schema negoziale, avente valore solo indicativo dei contenuti contrattuali e non certo vincolante per i singoli intermediari.

se di un processo normativo che ha consentito di recuperare (almeno in parte) l'autonomia degli investitori nelle negoziazioni aventi ad oggetto prodotti finanziari.

La regolazione recata dal T.u.f. alla fine del secolo scorso - per quanto volta a garantire condotte coerenti con lo svolgimento di un'attività negoziale improntata alla trasparenza ed alla correttezza operativa - ha rivelato la sua insufficienza. Ed invero, l'adozione di provvedimenti normativi orientati a responsabilizzare gli intermediari (in ragione della loro qualifica professionale) non è riuscita a tutelare compiutamente il consumatore di servizi finanziari; donde i presupposti per la ricerca di nuove forme di salvaguardia di quest'ultimo.

Un primo intervento di modifica della disciplina in esame viene realizzato con il decreto n. 310/2004, che estende la regolazione concernente «i limiti di emissione delle obbligazioni all'ipotesi particolare di negoziazione in Italia di titoli emessi all'estero da società italiane ovvero da loro controllate o controllanti».⁷ Successive revisioni in materia si sono avute, in un primo momento, con la l. n. 262/2005 e col d.lgs. n. 303/2006, entrambi volti ad impedire che venissero traslati «sui risparmiatori ... (le) ... conseguenze negative dei defaults di imprese mal gestite».⁸ Una svolta nella sistematica disciplinare dei rapporti finanziari è, poi, segnata dal recepimento, attuato dal d.lgs. n. 164/2007, della menzionata

⁶ Tale risultato è stato raggiunto dopo la nota vertenza sull'«anatocismo» e, precisamente, a seguito dell'impugnativa di tali norme da parte dell'Adusbef, conclusasi con la sentenza della Cass. 7 ottobre 2004, n. 21095, che ne travolse il sistema.

Va segnalato, peraltro, che dalla metà degli anni novanta del novecento, a seguito del provvedimento n. 12 del 3 dicembre 1994 della Banca d'Italia, emesso a seguito di apposita istruttoria (si veda il *Bollettino* dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, 1994, n. 48, p. 75 ss.) la dottrina appare orientata a riconoscere la restituzione di un maggiore spazio alla autonomia negoziale nel mercato del credito, cfr. GRILLO - POLO, *La standardizzazione dei contratti bancari con particolare riferimento alle Norme Bancarie Uniformi*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia*, 1999, n. 49, p. 31 ss.

⁷ Cfr., in questi termini, PELLEGRINI, *La circolazione dei prodotti finanziari*, in AA.VV., *La nuova legge sul risparmio*, a cura di Capriglione, Padova, 2006, p. 356.

⁸ Cfr. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007, p. 269.

direttiva MiFID I (Market in Financial Instruments Directive).

Si è in presenza di un rinnovamento disciplinare incentrato sull'attivazione di crescenti livelli di trasparenza nelle forme operative di cui trattasi; criterio che evoca nella specificità del suo significato, la correttezza dei comportamenti contrattuali e sottolinea la necessità in capo agli intermediari di fornire esaurienti informazioni alla propria controparte in merito al contenuto di una fattispecie⁹. Più in particolare, la trasparenza assurge a principio generale che connota la materia dei contratti posti in essere tra intermediari e consumatori di prodotti e servizi finanziari¹⁰; sicché sul piano sistematico, trascendendo il momento tecnico della comunicazione, essa diviene fattore centrale nella tutela dei diritti dei risparmiatori.

A ben considerare la trasparenza sottolinea l'esigenza di conferire chiarezza ai circuiti finanziari ed individua la "chiave di volta" di una regolazione orientata al riequilibrio delle posizioni tra le parti negoziali; ciò, ovviamente, nella prospettiva di assicurare una posizione di sostanziale parità nella protezione degli interessi in campo. Ed invero, grazie a tale canone operativo, diviene possibile fronteggiare le complessità del mercato finanziario e, dunque, evitare che controparti senza scrupoli (o quanto meno orientate unicamente ad incrementare i propri profitti) non esitino a collocare prodotti non validi o con caratteristiche diverse da quelle con cui vengono propagandati e venduti.

La MiFID I, nell'intento del regolatore, è destinata a ridisegnare la disciplina degli intermediari, degli investitori e dei mercati, infondendo vitalità nuova al sistema europeo delle relazioni finanziarie. Essa fonda la salvaguardia dei risparmiatori sulla acquisizione di dati informativi in ordine al contenuto negoziale del rapporto da essi intrattenuto con gli intermediari; conseguentemen-

⁹ Cfr. ALPA, *La trasparenza dei contratti bancari*, Bari, 2003, p. 6 ss.

¹⁰ Cfr. ALPA, *Il diritto dei consumatori*, Bari, 2002, *passim*, ma in particolare p. 106 ss.

te essa consente di formulare una libera manifestazione di volontà improntata a piena conoscenza, secondo un criterio ordinatore che si compendia nell'imposizione di particolari obblighi a carico degli offerenti.

La ricerca di forme di effettiva salvaguardia dei consumatori di servizi finanziari viene incentrata, infatti, nel ricorso a meccanismi informativi che, assicurando un congruo flusso di notizie alla e dalla clientela, è preordinato a garantire trasparenza e correttezza dell'agere. A ciò si aggiunga il peculiare rilievo ascrivito a specifici test di «profilatura del rischio», ai quali gli investitori devono essere sottoposti dagli intermediari, i cui obblighi comportamentali risultano modulati in relazione alla categoria di appartenenza delle controparti.¹¹

Sotto altro profilo, vengono in considerazione le disposizioni che impongono il particolare obbligo di eseguire gli ordini ricevuti alle migliori condizioni, donde la esigenza di un continuo processo di revisione delle misure strategiche cui deve essere conformata l'operatività. E' evidente, dunque, l'interesse del legislatore europeo ad impedire il verificarsi di situazioni nelle quali l'utente finale possa in qualche modo essere penalizzato dall'operatività dell'intermediario; logica disciplinare, questa, che si rinviene anche a fondamento di una compiuta rivisitazione della normativa in tema di conflitti d'interesse, la quale trova il proprio epicentro nelle previsioni che attestano un accresciuto grado di responsabilità dei vertici aziendali delle imprese d'investimento.¹²

¹¹ Cfr., in argomento, tra gli altri, SALINI, *Relazione* al convegno del Forex su «*Direttiva MiFID: cosa cambia per gli operatori finanziari, dai sistemi di negoziazione alle regole di comportamento*», Torino, 2 febbraio 2007; SEPE, *Il decreto I64/2007 di recepimento della MiFID*, in AA.VV., *Gli incontri autunnali*, seminario organizzato dal Gruppo Cabel presso la BCC di Fornacette (27 ottobre 2007), p. 75 ss.; CONTI - SABATINI - COMPORZI, *La direttiva MiFID e gli effetti del suo recepimento*, in *Quaderno n. 238 dell'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa*, marzo 2007; CARDIA, *L'attuazione della direttiva Mifid in Italia nella regolamentazione secondaria*, intervento al convegno «*Strategie, governance, compliance: le sfide della direttiva Mifid e l'integrazione del mercato finanziario europeo*», Roma, 21 settembre 2007, reperibile sul sito www.consob.it.

¹² Cfr. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati*, Padova, 2008, p. 189 ss.

Come è stato sottolineato in dottrina, obiettivo primario della MiFID I è quello di predisporre forme di tutela della posizione contrattuale dei risparmiatori più efficaci di quelle previste dalla legislazione antecedente¹³. L'obbligo a carico delle imprese di investimento di classificare «in modo innovativo» la propria clientela, di rispettare regole di condotta «più puntuali di quelle precedenti», di valutare l'«adeguatezza» e l'«appropriatezza» delle operazioni proposte dà contenuto all'insieme degli strumenti preordinati allo scopo sopra indicato; diviene così possibile ipotizzare che le «finalità», per tal via perseguite, consentano un recupero della fiducia nel sistema finanziario.

Indubbiamente, rispetto al passato, si registrano significative innovazioni normative a favore degli investitori, accompagnate da una regolazione dei mercati che assicura più elevati livelli di efficienza; da qui la valorizzazione della concorrenza «quale strumento principe per conseguire riduzione dei costi, innalzamento della qualità dei servizi ed innovazione».¹⁴ In particolare, vengono in considerazione le modifiche recate alle disposizioni contenute nella direttiva n. 93/22/CEE (Investment Services Directive), a seguito delle quali diviene possibile la competizione tra i «mercati regolamentati» ed i «sistemi alternativi di negoziazione» (Alternative Trading Systems - ATS), che fanno capo ad operatori che offrono Multilateral Trading Facilities (MTF); panorama operativo completato, poi, dall'azione degli «internalizzatori sistematici», disposti da intermediari che effettuano negoziazioni bilaterali, alternative all'attività svolta dalle società di gestione di mercati regolamentati e dai soggetti che gestiscono MTF¹⁵.

Peraltro, tale regime normativo - sebbene veda gli intermediari coinvolti (molto più di quanto non fosse dato riscontrare in precedenza) nella realizzazio-

¹³ Sul punto cfr. DE POLI, *Prefazione a AA.VV., La nuova normativa MiFID*, Padova, 2009, p. VII.

¹⁴ Cfr. SEPE, *Il decreto 164/2007 di recepimento della MiFID*, cit., par. 3.

¹⁵ Cfr., al riguardo, CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati*, Padova, 2008, *passim*.

ne degli interessi dei propri clienti - risulta ancora riconducibile a regole standardizzate che limitano l'autonomia decisionale degli investitori; appare da subito evidente l'esigenza di predisporre un più elevato livello di protezione per questi ultimi, da realizzare mediante l'imposizione agli intermediari di ulteriori doveri e divieti. Ed invero, a fronte di talune carenze della regolazione contenuta nella MiFID I riguardanti, tra l'altro, la mancanza di un adeguato monitoraggio dei rischi nelle imprese d'investimento, rilevano talune falle della normativa vuoi nella definizione del servizio di consulenza, vuoi nelle concrete possibilità applicative del meccanismo (di tipo 'scalare') ivi ipotizzato per la conoscenza della clientela da parte degli intermediari (e ci si riferisce, in particolare, alla qualifica di «cliente professionale su richiesta»¹⁶).

Da qui la necessità - avvertita già in epoca immediatamente successiva all'adozione del d.lgs. n. 167 del 2007, di recepimento della direttiva in parola - di predisporre idonei correttivi, la cui introduzione, per quanto riguarda la disciplina dei mercati, viene focalizzata sull'operatività delle piattaforme, ravvisandosi opportuno indurre queste ultime ad un più rigido rispetto della trasparenza pre e post negoziazione, nonché ad effettuare una pubblica indicazione dei criteri di selezione degli strumenti finanziari offerti.

3. L'incidenza negativa della recente crisi finanziaria sugli esiti del processo innovativo avviato con l'emanazione della MiFID I mette in evidenza i limiti di

¹⁶ Cfr. CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della Mifid*, in AA.VV., *La nuova normativa MiFID*, cit., p. 21 ss., ove vengono richiamate talune *discrasie operative* verificatesi nel passato, allorquando alcuni intermediari, al fine di sottrarsi ai vincoli comportamentali imposti dalla disciplina speciale, hanno fatto ricorso ad «una sorta di autocertificazione ... (ex art. 2 del d.m. n. 228/99) ... inserita come clausola di stile nelle premesse dei contratti normativi» come viene sottolineato da PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, cit., p. 222; in senso conforme cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2004, p. 122; RIMINI, *Contratti di swaps e operatori qualificati*, in *Giur. comm.*, 2004, II, p. 537.

quest' ultimo; si acquista contezza del fatto che gli obiettivi perseguiti dalla regolamentazione europea, poi recepita a livello di singoli Stati aderenti, rischiano di essere compromessi. Gli studiosi e gli operatori - di fronte alle carenze e, per certi versi, alla precoce obsolescenza della regolazione in parola - si accorgono di aver caricato il recepimento della direttiva MiFID I di aspettative forse eccessive rispetto alla reale portata disciplinare di quest'ultima!

La crisi - sottoponendo ad un duro banco di prova, la direttiva n. 2004/39/CE - ha evidenziato la carente validità delle forme di controllo previste a tutela degli investitori. Ciò si evince chiaramente dalla Relazione della Proposta di direttiva «relativa ai mercati degli strumenti finanziari che abroga la direttiva 2004/39/CE», ove si fa riferimento alle debolezze emerse «nella regolamentazione degli strumenti diversi dalle azioni, negoziati principalmente tra gli investitori professionali», tali da far ritenere non più valide le forme di controllo poste a garanzia degli investitori e giustificata «l'esigenza di miglioramenti mirati» della normativa MiFID I¹⁷. Pertanto appaiono pienamente condivisibili le iniziative al riguardo assunte in sede europea (in linea con le raccomandazioni del gruppo De Larosiere e con le conclusioni del Consiglio ECOFIN).¹⁸

Si addivene così al convincimento di dover migliorare l'operatività dei mercati attraverso nuove forme disciplinari, nonché mediante l'implementazione dei poteri di supervisione delle competenti autorità e l'introduzione di peculiari misure sanzionatorie. L'evidente instabilità sistemica, emersa a seguito della crisi, ha indotto il regolatore a valutare con attenzione gli effetti di talune tipologie di rischio (in passato non sufficientemente considerate), sì da assegnare ad apposite autorità di supervisione (identificate in sede di creazione del

¹⁷ Cfr. *Relazione della Proposta di direttiva «relativa ai mercati degli strumenti finanziari che abroga la direttiva 2004/39/CE»*, COM(2011) 656 definitivo 2011/0298 (COD), pp. 1 - 2.

¹⁸ Cfr. COM (2010) 301 definitivo, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e alla Banca Centrale Europea: Regolare i servizi finanziari per garantire una crescita sostenibile*, giugno 2010.

SEVIF¹⁹) la competenza a vigilare sui diversi comparti del sistema finanziario.²⁰

Di fondo rileva l'obiettivo di configurare regole di governo aziendale più articolate e pervasive in grado di fronteggiare compiutamente le situazioni di crisi.²¹ E in linea con tale impostazione sembra essersi orientato il processo normativo europeo, il quale (nel prefigurare la stabilità e la solidità dei soggetti bancari) ha proceduto alla formulazione del pacchetto dispositivo denominato CRD IV - costituito dal regolamento UE n. 575/2013 e dalla direttiva 2013/36/UE - nel quale si rivengono profili disciplinari coerenti con l'obiettivo dianzi indicato. Sicchè, le regole di governance e di risk management recate da tale normativa assurgono - anche nella materia che ci occupa - a parametro di riferimento nella definizione di strutture organizzative munite di presidi idonei ad assicurare un più stringente regime di responsabilità nel controllo dei rischi.

Ciò posto, e passando alla valutazione dei meccanismi previsti dalla MiFID I, come si è sottolineato, questi ultimi si sono rivelati inadeguati nel fronteggiare le fragilità del sistema finanziario causate dalle note turbolenze che, negli ultimi anni, hanno sottoposto a verifica la validità dei 'modelli di vigilanza europei'. Pertanto, anche le autorità di controllo nazionali si sono espresse a favore di un rafforzamento della disciplina esistente, sì da raccorderla alle dinamiche operative dei mercati e da conformarne i contenuti alle indicazioni del processo tec-

¹⁹ Cfr., tra gli altri, PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2012, I, p. 54; TROIANO, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in AA.VV., *Elementi di diritto pubblico dell'economia*, a cura di Pellegrini, Padova, 2012, p. 552.

²⁰ Cfr. LUSIGNANI - ZICCHINO, *Il rafforzamento patrimoniale delle banche: prime indicazioni sull'impatto delle nuove proposte di Basilea*, in *Banca Impresa Società*, 2010, n. 2, p. 237 ss.

²¹ Al riguardo, va tenuto presente che ai 'principi di *corporate governance*' del 1999 emanati dal Comitato di Basilea (e successivamente modificati nel 2006 e nel 2010) sono state aggiunte specifiche disposizioni in materia di politiche di remunerazione (*High Level Principles on Remuneration*, aprile 2009) e di procedure di misurazione e controllo del rischio (*High Level Principles on Risk Management*, febbraio 2010); disposizioni raggruppate, poi, nell'unico *Guidebook on Internal Governance* formulato dal CEBS nel 2010.

nologico.²²

Meritevole di attenzione è sembrata, in particolare, l'esigenza di ridisegnare la parte della normativa speciale concernente le modalità organizzative delle imprese di investimento, la cui compagine aziendale viene ritenuta dal regolatore europeo bisognosa di ristrutturazione, analogamente a quanto previsto per gli altri intermediari finanziari. Tale forma d'intervento è stata, poi, correlata ad un'apertura verso una modifica delle forme di negoziazione, all'uopo ipotizzandone la realizzazione in termini di maggiore sicurezza per gli investitori e di più intensa responsabilità per le imprese di investimento. Da qui la prospettiva di cambiamenti disciplinari volti a garantire, «per il futuro, quei livelli di integrità, efficienza e competitività del mercato, che oggi sembrano una meta ancora lontana».²³

Gli eventi che si succedono a partire dall'anno 2007 interagiscono sul «paradigma operativo» delineato dalla MiFID I, dando spazio ad un ampliamento delle modalità di acquisizione dei dati conoscitivi, sottesi alla manifestazione della volontà negoziale del soggetto destinatario dell'offerta di strumenti e di servizi finanziari. La trasparenza assume quindi, nell'espletamento dell'attività finanziaria, una nuova centralità: si diffonde la convinzione che essa (in vista del suo positivo effetto sulla comprensione dei rischi relativi alle acquisizioni di taluni prodotti) debba essere estesa a ricomprendere anche una puntuale informativa sull'impresa d'investimento che fornisce il servizio, sulla sede e modalità di esecuzione di quest'ultimo, su costi ed oneri connessi.

Sono evidenti, in tale contesto, le ragioni sottese alla introduzione di adeguati presidi organizzativi strumentali alla realizzazione di linee di rinnova-

²² Cfr., su tali profili tematici, TARANTOLA, *Il sistema dei controlli interni nella governance bancaria*, relazione al convegno su “*Il sistema di controllo aziendali: alla ricerca di una governance*”, organizzato da DEXIA Crediop, Roma, 6 giugno 2008.

²³ Cfr. CAPRIGLIONE - PELLEGRINI, *I mercati finanziari*, in AA.VV., *Elementi di diritto pubblico dell'economia*, a cura di Pellegrini, Padova, 2012, p. 539.

mento volte ad assicurare, fin dalla fase di ideazione dei prodotti, modalità ottimali nel perseguimento dell'interesse degli investitori (identificabile in un riscontro di adeguatezza prima della loro commercializzazione). Analogamente, si ravvisa l'opportunità di modificare l'espletamento di taluni servizi, avendo di mira l'esigenza di evitare i rischi collegati alla percezione di incentivi da parte degli intermediari (con l'ovvia conseguenza di sconfinamenti in pericolose forme di coinvolgimento della clientela in negoziazioni che inquinano il mercato e meritano la disapprovazione comune).

Da ultimo, si individua l'esigenza di rendere i mercati finanziari europei più trasparenti ed efficienti nonché di evitare condizioni sperequate tra le varie sedi di negoziazione multilaterale. Conseguono la aspettativa di un intervento riformatore orientato all'ampliamento di queste ultime, previa introduzione di una nuova tipologia di piattaforma, la quale - come verrà puntualizzato dalla dottrina - dovrà essere «particolarmente ampia, tale da consentire, anche in futuro, di comprendere ogni tipo di organizzazione di negoziazione che non rientri tra quelle già disciplinate»²⁴.

4. L'esigenza condivisa di una riforma organica della regolazione finanziaria trova riscontro nell'allineamento del quadro normativo alla realtà di riferimento, realizzato con un complesso dispositivo articolato su vari livelli: da talune statuizioni contenute nella menzionata direttiva n. 2014/65/UE, denominata MiFID II, ad altre riportate in un nuovo regolamento n. 600/2014/UE, denominato MiFIR. Naturalmente, la complessità della materia è tale da impedire che queste riflessioni preliminari riescano a dare conto in maniera compiuta di tutte le numerose novità introdotte nel nostro ordinamento dalla riforma in parola.

²⁴ Cfr. SEPE, *Sistemi multilaterali di negoziazione - internalizzatori sistematici - sistemi organizzati di negoziazione*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di Capriglione, Padova, 2015, p. 724 ss.

Pertanto, mi limiterò ad evidenziare in questa sede soltanto i tratti innovativi della disciplina relativi agli intermediari ed ai mercati al fine di valutare se essi potranno produrre effetti significativi sugli assetti strutturali e competitivi dell'industria finanziaria ovvero deludere ancora una volta le aspettative di quanti guardano con fiducia al cambiamento.

Occorre, innanzitutto, premettere che detta iniziativa disciplinare è stata attuata secondo la consolidata prassi della «consultazione delle parti interessate e della valutazione dell'impatto»,²⁵ per cui risulta conforme agli interessi ed agli orientamenti di coloro che, a vario titolo, saranno destinatari delle prescrizioni normative da essa recate. Inoltre, va tenuto presente che le disposizioni in parola appaiono coerenti con i principi di sussidiarietà e proporzionalità preordinati ad adeguare la portata del complesso dispositivo alle capacità ed alle modalità con cui può trovare esplicazione l'attività degli Stati (impedendo che si determinino eccessi e definendone la misura sulla base di un rapporto costi-efficienza).²⁶

Con riguardo, poi, alle modalità con cui si dovrà procedere alla regolamentazione delle nuove forme operative e del funzionamento dei mercati finanziari si registra un riparto di competenze tra autorità europee e nazionali che lascia integra la promozione dell'attività normativa delegata alla Commissione UE, la quale interviene sulla base di progetti tecnici definiti dall'ESMA. Quest'ultima - che svolge i suoi compiti in stretta collaborazione con l'EBA e l'EIOPA - adotta «tecniche di regolamentazione e di attuazione che non comportano scelte politiche da presentare alla Commissione» (considerando n. 156 della direttiva n. 2014/65/UE), mentre è affidata all'autorità competente dello Stato membro ospitante (la quale è in una posizione ottimale per individuare le violazioni delle

²⁵ Per le consultazioni pubbliche sulla revisione della MiFID, tenutesi dall'8 dicembre 2010 al 2 febbraio 2011, cfr. il sito *circa.europa.eu*.

²⁶ Cfr. CAPRIGLIONE - PELLEGRINI, *I mercati finanziari*, cit., p. 540.

regole relative alle operazioni) la responsabilità di controllare l'osservanza degli obblighi specificati nella MiFID II.

Pertanto, può dirsi che, per la definizione delle modalità di esercizio dell'attività finanziaria oggetto del complesso disciplinare in esame, è rimasto impregiudicato lo schema che caratterizza la formazione della regolazione UE, riconducibile alle indicazioni del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), modificato dal Trattato di Lisbona del 2007 e ratificato dalla legge 2 agosto 2008, n. 130. Ciò, con la conseguenza di rimettere alla proposta (o raccomandazione) della Commissione la iniziativa per l'emanazione dei provvedimenti normativi che fanno capo alla competenza del Consiglio e del Parlamento (si vedano, in proposito, le disposizioni degli artt. 121 e seguenti del menzionato TFUE).

Passando all'identificazione delle tematiche di maggior rilievo individuate dalla MiFID II, vanno in primo luogo precisate le innovazioni recate alla regolazione degli intermediari. Quest'ultima è implementata dalla tipizzazione del servizio di «consulenza indipendente», nonché dall'introduzione di misure di product governance (finalizzate essenzialmente ad ampliare le strutture organizzative aziendali ed a risolversi, quindi, in un controllo sulla gestione delle imprese d'investimento) e di poteri di product intervention (attribuiti alle competenti autorità di controllo per impedire la negoziazione di prodotti finanziari pregiudizievoli per l'investitore e, dunque, per preservare l'integrità dei mercati).

Viene così disposto un meccanismo di tutela degli investitori destinato ad interagire «nella fase di concreta selezione dei prodotti da distribuire», in conformità alla logica, in passato sollecitata da alcune autorità nazionali, secondo cui l'intervento sulla loro ingegnerizzazione consente di perseguire nel miglior

modo l'interesse dell' investitore.²⁷ E' indubbio che detto orientamento normativo si presta a valutazioni che ne evidenziano i profili paternalistici, quasi riconoscendo la possibilità di una tutela che (prescinde e) si sovrappone alle forme di salvaguardia connesse ad una «libera scelta informata», come è stato sottolineato in dottrina;²⁸ a ben considerare, tuttavia, detta logica interventistica non è negatoria dei principi di autonomia privatistica che, per solito, si riscontrano nello svolgimento dell'attività finanziaria. Infatti, nella fattispecie, si è in presenza di un tipico segno dell'impostazione ordoliberalale, che contraddistingue il diritto europeo dei contratti, nella quale è essenziale l'affidamento sull'apparato pubblico per la determinazione dei criteri base (rectius: regole) della concorrenza economica, necessari per la soluzione dei problemi del mercato.²⁹

Come si puntualizzerà in seguito, si rinviene poi la prescrizione di particolari obblighi di negoziazione per talune tipologie di derivati (all'uopo introducendo tecniche di attenuazione dei rischi praticabili in determinati casi) al fine di tener conto della specifica complessità di tali prodotti. Il significativo spazio dedicato dal regolatore alla disciplina di tali rapporti, unitamente agli altri menzionati profili operativi presi in considerazione dalla normativa in esame (i.e. consulenza indipendente, processo di approvazione degli strumenti finanziari, ecc.) lasciano intravedere l'intentio legis di corrispondere in maniera più coerente alle esigenze della clientela. Più in generale, tale logica ordinatrice segna il passaggio da una prevalente riferibilità alla valutazione del «prodotto» ad altra preordinata all'ottimizzazione del «servizio» da rendere.

²⁷ Cfr. CONSOB, *Comunicazione* 2 marzo 2009, n. DIN/9019104, p. 6.

²⁸ Cfr. PERRONE, *Servizi d'investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca e borsa*, 2015, I, p. 40.

²⁹ Sull'impostazione ordoliberalale e la sua importanza per la costruzione del diritto europeo, cfr. SAUTER, *The Economic Constitution of the European Union*, in *4 Colum J. Eur. L.*, 1998, p. 46; GERBER, *Constitutionalizing the Economy*, in *42 Am. J. Comp. L.*, 1994, p. 25 ss.; POIARES MADURO, *Reforming the Market or the State*, in *3 ELJ*, 1997, p. 55 ss.

A fronte di dette modifiche riguardanti l'area dei soggetti abilitati, sul piano della operatività dei mercati si registra un'estensione dell'ambito di applicazione della MiFID II, ora riferita anche a circuiti di negoziazione in precedenza sottratti alla tripartizione «mercati regolamentati», «sistemi multilaterali» ed «internalizzatori». A ciò si aggiunga l'introduzione di talune innovazioni in materia di esecuzione degli ordini della clientela che modificano il previgente sistema di best execution; nonché di requisiti più onerosi in materia di informativa ai clienti sulla struttura dei costi degli strumenti finanziari offerti e di rafforzamento degli obblighi di registrazione telefoniche ed elettroniche (cross-selling). Da ultimo, completano il sistema dispositivo in argomento la previsione dell'utilizzo di algoritmi per calcolare (in modalità automatica) i parametri individuali degli ordini e per porre in essere strategie di market making; ciò all'evidente scopo di impedire, mediante l'introduzione di puntuali prescrizioni normative al riguardo, che l'uso di mezzi elettronici possa dar luogo ad un mercato disordinato nel quale vi sia spazio per eventuali abusi.

5. Ai fini di un'adeguata valutazione dell'intervento normativo riguardante il servizio di «consulenza finanziaria» è bene muovere dalla considerazione che la MiFID I (art. 4, comma II, e Allegato I, sez. A) l'ha ricompresa tra le attività d'investimento. Come tale essa è inquadrata dal disposto dell'art.1, comma 5, t.u.f., che l'ha assoggettata a riserva ed a stringenti regole di condotta al fine di rafforzare la tutela dei risparmiatori, peraltro estendendo a persone fisiche e giuridiche (i c.d. consulenti finanziari e le società di consulenza finanziaria) l'ambito dei soggetti legittimati ad esercitarla purché in possesso di determinati requisiti.³⁰

³⁰ Cfr., tra gli altri, AMOROSINO, *Profili pubblicistici della disciplina dell'attività di consulenza finanziaria*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Tomo I, p. 429 ss.; SCIARRONE

La MiFID II procede ad una specificazione di tale servizio puntualizzando-
ne la configurazione se prestato «su base indipendente»; più in particolare,
l'offerente - a fronte della necessaria chiarificazione alla controparte di operare
in detta veste (considerando n.72 della direttiva n. 2014/65/UE) - «prima di
formulare una raccomandazione personalizzata» è tenuto a valutare «una
gamma sufficiente di prodotti» di fornitori diversi «non ...limitata agli strumenti
finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di in-
vestimento o ogni altra relazione giuridica o economica, quale una relazione
contrattuale, talmente stretta da essere potenzialmente in grado di compro-
mettere la base indipendente della consulenza prestata» (considerando n.73).
Tale quadro dispositivo si completa con la prescrizione del divieto per gli opera-
tori che svolgono «il servizio di consulenza in materia di investimenti su base in-
dipendente» di accettare o trattenere «onorari, commissioni o altri benefici
monetari o non monetari da terzi, in particolare da emittenti o fornitori di pro-
dotti»; ciò, prevedendo anche la possibilità per il cliente di essere «informato in
modo adeguato e, se del caso, regolare circa gli onorari, le commissioni e gli altri
benefici che l'impresa ha ricevuto in relazione al servizi di investimento presta-
togli» (considerando n.74).

Sì è in presenza di statuizioni - di cui è significativa espressione il disposto
dell'art. 24 della direttiva n. 2014/65/UE (rubricato 'principi di carattere gene-
rale e informazione del cliente') - volte a migliorare, in modalità inequivoche, la
correlazione esistente tra un'operatività «su misura» e gli effetti benefici che
possono derivarne all'investitore. Viene delineata una forma di trasparenza che
non è circoscritta alla sola identificazione della qualità del prodotto, bensì alla
conoscenza (ora consentita alla clientela) dei profili d'interesse

ALIBRANDI, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una
nuova fattispecie*, *ibidem*, p.597 ss.; PELLEGRINI, *Le imprese d'investimento*, in AA.VV.,
Manuale di diritto bancario e finanziario, cit., p. 394 ss.

dell'intermediario nell'operazione. Ed invero, in un contesto operativo caratterizzato dalla vendita di strumenti finanziari ad alto rischio, l'indipendenza dell'impresa d'investimento (considerata sotto la triplice angolazione della diversificazione del range di prodotti offerti, dell'assenza di legami con l'emittente e/o fornitore di prodotti e della mancata percezione di incentivi) costituisce un tratto fondamentale per incrementare lo sviluppo del mercato. La rendicontazione personalizzata, periodicamente resa all'investitore, dovrà essere comprensiva degli "incentivi" che, con riferimento al rapporto in osservazione, l'intermediario ha percepito; da qui la possibilità di verifiche estese ai meccanismi di remunerazione, in grado quindi di delimitare e contrastare eventuali conflitti d'interesse.

La nuova formula del servizio di 'consulenza su base indipendente' sembra destinata a rendere l'investitore maggiormente edotto ed attento nelle scelte che si appresta a fare; ora egli è, infatti, guidato dalla consapevolezza che in presenza di prodotti ad alto rischio e complessità può contare su una 'guida raccomandabile', la quale con professionalità si coopererà (al massimo livello) per evitargli di andare incontro a perdite o, peggio, di diventare vittima di operatori non corretti e senza scrupoli. Su un piano generale, può dirsi che finalmente sembra sia stato dato riscontro alle sollecitazioni delle autorità di settore le quali, da tempo, hanno segnalato un primario «bisogno di consulenza, di aiuto nelle scelte di quei risparmiatori a cui, più che in passato, si chiede di provvedere con investimenti finanziari al proprio futuro, orientandosi tra una moltitudine di prodotti spesso di difficile valutazione».³¹

Significative nell'enfatizzare le aspettative di una corretta condotta degli intermediari appaiono, poi, le nominate misure di product governance. La normativa della MiFID II prevede, infatti, che le imprese d'investimento siano obbli-

³¹ Cfr. *Relazione della Banca d'Italia per l'anno 2007, Considerazioni finali*, p. 19.

gate a verificare che la «strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con il target» della clientela (art. 24, comma 2); conseguentemente esse devono «conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutare la compatibilità con le esigenze» di coloro ai quali i servizi sono forniti (comma 2, secondo alinea). E' evidente come detta verifica implichi l'assunzione delle informazioni idonee a consentire una attenta valutazione dei prodotti ingegnerizzati da soggetti terzi, sì da comprenderne appieno le caratteristiche in vista della loro successiva vendita (o raccomandazione) ai potenziali acquirenti.

Trattasi di un obbligo, disposto in via generale dalla regolazione, e rivolto a tutti gli intermediari «che realizzano strumenti finanziari da offrire in vendita alla clientela», tenuti a controllare il relativo «processo di approvazione prima della loro commercializzazione o distribuzione» (art. 16, comma 3, secondo alinea).

La successiva specificazione degli interventi necessari ai fini di tale approvazione si compendia in una serie di accertamenti volti a garantire che tutti i rischi attinenti ad un determinato target siano stati analizzati, sì da rendere pienamente coerente con questo ultimo la strategia di collocamento; accertamenti da effettuare con periodicità al fine di tener conto «di qualsiasi evento che possa incidere significativamente sui rischi potenziali per il mercato target» (art. 16, comma 3, terzo e quarto alinea). Emergono, peraltro, i limiti delle valutazioni in parola connessi vuoi alla circostanza che il distributore non ha alcuna possibilità d'intervento sul prodotto predisposto dal manufacturer, vuoi al fatto che si è in presenza di verifiche relative ad 'una classe di prodotti', alle quali conseguentemente sfuggono le stime riguardanti le specificità delle singole fattispecie.

Da qui un significativo coinvolgimento del management dell'intermediario nel predisporre «procedure amministrative e contabili sane...meccanismi di controllo interno... procedure efficaci per la valutazione del

rischio» (art. 16, comma quinto, secondo alinea), vale a dire un apparato tecnico organizzativo coerente con le politiche commerciali e di business adottate, in modo da garantire il soddisfacimento dei bisogni degli investitori serviti. Come si è anticipato, l'esigenza dei soggetti abilitati di ottimizzare la definizione dei processi aziendali (a quest'ultima conformando la propria struttura interna) individua un aspetto centrale dell'intero impianto dispositivo della MiFID II, sì come è dato evincere dal costante riferimento del legislatore a condotte (nell'esecuzione dei servizi prestati) rigorosamente fondate su una compiuta conoscenza e su una responsabile valutazione dei dati sottesi all'operatività.

Inoltre, non va trascurato di considerare che il coinvolgimento dei soggetti abilitati in attività che fanno capo a terzi - prescindendo dall'onere di una necessaria implementazione dei presidi e delle misure idonee a raccordare la qualità del controllo interno all'obiettivo di evitare la diffusione di prodotti non rispondenti alle esigenze degli investitori - si traduce, inevitabilmente, in una difficile ripartizione dei ruoli e delle responsabilità del manufacturer e del distributore. Sul punto la direttiva n. 2014 /65/ UE non fornisce adeguate chiarificazioni, nonostante la consapevolezza della complessità dei rapporti che si instaurano ogni qual volta deve aversi riguardo all'operatività di soggetti terzi rispetto alle parti negoziali (si veda, ad esempio, il disposto dell'art. 16, comma quinto, primo alinea, ove si precisa «l'affidamento a terzi di funzioni operative importanti non può ...impedire alle autorità di vigilanza di controllare che le imprese di investimento adempiano a tutti i loro obblighi»).

Alcune incertezze, in ordine a tale specifico profilo disciplinare, permangono anche analizzando la normativa con cui il regolamento MiFIR ha sistematizzato tale materia. In quest'ultimo, a fronte delle misure di product governance, che possiamo definire di carattere strutturale, si introducono forme di product intervention cui è dato ricorrere nei casi in cui sussistono pericoli per

l'investitore non risolvibili previa applicazione di strumenti ordinari. Significativa, al riguardo, è l'espressa previsione in base alla quale le autorità di controllo hanno il potere di «vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione e la vendita di qualsiasi strumento finanziario o deposito strutturato che sollevi gravi timori in merito alla protezione degli investitori»; all'uopo facendo riferimento a specifici interventi dell'ESMA o, nel caso dei depositi strutturati, dell'EBA (considerando n. 29).

Tale orientamento disciplinare risulta puntualmente ripreso nell'articolato del regolamento in parola laddove si stabilisce che «le autorità competenti coordinate dall'ESMA... sorvegliano le attività delle imprese di investimento al fine di assicurarsi che esse operino in modo onesto, equo e professionale e in maniera da rafforzare l'integrità del mercato» (art. 24); donde la possibilità di rendere «accessibili alla ESMA, su richiesta, tutte le informazioni» sugli strumenti ammessi alla negoziazione (art. 26, comma primo terzo alinea). La normativa contiene, altresì, la specificazione dei poteri di intervento dell'ESMA (European Securities and Markets Authority) (art. 40) - intervento subordinato al fatto che «una autorità competente o le autorità competenti non hanno adottato misure per affrontare la minaccia o le misure adottate non sono sufficienti per farvi fronte» (art. 40, comma secondo, lett. c) -, nel presupposto secondo cui la «misura adottata ... prevale su qualsiasi misura precedentemente adottata da un'autorità competente» (art. 40, comma settimo).

Viene delineato, in tal modo, un contesto dispositivo nel quale prima facie sembra riscontrarsi un potenziamento delle forme di vigilanza riconducibili alle competenti autorità di settore, europee e nazionali. Ed invero, l'attività provvedimentale delle prime - costituita dagli interventi dell'ESMA e da quelli dell'EBA (European Banking Authority), dal regolatore affiancate nella funzione di supervisione (art. 41) - presenta un'efficacia di carattere generale, destinata a

prevalere sull'azione delle amministrazioni di controllo domestiche, pur configurandosi (come poc'anzi si è detto) sussidiaria rispetto a questa ultima. Nel contempo, la normativa sembra consentire un'interpretazione estensiva dei poteri spettanti alle autorità nazionali in base al disposto dell'art. 42 della MiFIR, nel quale è genericamente prevista l'attribuzione alle medesime della facoltà di «imporre in via precauzionale .. divieti o .. restrizioni... prima che uno strumento finanziario o un deposito strutturato sia commercializzato, distribuito o venduto alla clientela». E in tale direzione sembrano orientate talune recenti indicazioni della Consob, la quale con riguardo alla distribuzione di prodotti finanziari «troppo estesi e illeggibili ha interpretato la product intervention di cui alla MiFID II come potere di intervento delle autorità nazionali per vietare o limitare ...specifici prodotti finanziari ritenuti nocivi per gli investitori o dannosi per l'ordinato funzionamento e l'integrità del mercato o la stabilità del sistema». ³²

Tuttavia, a ben considerare, le prescrizioni in esame si risolvono essenzialmente nell'attribuire agli organi di vigilanza europei e nazionali la facoltà di imporre divieti e restrizioni con riferimento a quanto costituisce oggetto di commercializzazione o distribuzione. Sicché, si individua una forma di product intervention la cui portata si esaurisce in via prevalente a livello regolamentare, piuttosto che in concrete forme di vigilanza preventiva attivabili nei confronti dei singoli intermediari in vista della possibilità di bloccare la realizzazione di determinati prodotti prima della loro immissione nel mercato. A tale ordine di considerazioni non sfugge la menzionata interpretazione estensiva dei poteri delle autorità nazionali, come è dato desumere dalla presenza di significativi limiti all'azione di queste ultime, avendo il legislatore puntualizzato che «il divieto o la restrizione possono applicarsi soltanto in determinate circostanze, o es-

³² Cfr. la Relazione del Presidente della Consob Giuseppe Vegas, tenuta nell'*Incontro Annuale con il mercato finanziario*, Milano, 6 maggio 2013, p. 15.

sere soggetti a deroghe, specificate dall'autorità competente» (art. 42, secondo comma, ultimo alinea). In altri termini, si ritiene che risultati di certo più significativi avrebbero potuto essere conseguiti ove il legislatore avesse introdotto forme di intervento che, in linea con l'esigenza di riscontrare l'insussistenza di rischi dei prodotti (attraverso verifiche risalenti al momento della loro progettazione/costruzione), ne avessero in via diretta sottoposto la diffusione ad autorizzazione delle autorità.

Pertanto, come testé si è anticipato, può dirsi che il potere di product intervention - al di là degli effetti di carattere preclusivo al medesimo riconducibili - appare orientato alla mera individuazione dei criteri ai quali far riferimento per l'identificazione di fattori di rischio nei contenuti delle negoziazioni. Da qui la presumibile, limitata efficacia dell'intervento in parola, incentrato in ambito disciplinare; laddove di certo sarebbe stato più coerente con l'obiettivo di una congrua tutela dell'investitore identificare e definire (già in tale sede normativa) i poteri in materia riconosciuti alle autorità nazionali. Analogamente, avrebbe consentito risultati rilevanti un'inequivoca ed estesa sottoposizione dei profili operativi in esame al monitoraggio (sulla qualità degli strumenti finanziari e sui processi di vendita nell'Unione) rimesso dalla regolazione all'ESMA ed all'EBA, alle quali è demandata una specifica competenza nell'imporre, in via precauzionale, divieti o restrizioni e, dunque, nel presiedere alle verifiche che assicurano la correttezza dell'agere finanziario (art. 39).

E' evidente come, nel definire il meccanismo di product intervention, sia prevalso nella logica ordinatrice del legislatore europeo l'intento di procedere alla mera formulazione di principi generali da porre a fondamento dell'elaborazione di «progetti di norme tecniche» che l'ESMA è tenuta a presentare alla Commissione UE (cui è delegata la funzione di procedere alla loro successiva specificazione normativa). Se ne deduce la scarsa incisività della modali-

tà d'intervento di cui trattasi, in quanto il regolatore demanda ad una specificazione normativa di secondo livello l'effettiva declinazione dei criteri cui è correlato il buon funzionamento del mercato; ciò, a prescindere dalle perplessità rivenienti vuoi dai limiti che, fino ad oggi hanno caratterizzato l'esercizio dei compiti istituzionali della ESMA,³³ vuoi dal ridimensionamento del ruolo dell'EBA,³⁴ avvenuto a seguito della creazione dell'Unione Bancaria Europea.

Conseguentemente, si apre una prospettiva nella quale la concreta possibilità di addivenire ad un pervasivo controllo (ed a una possibile limitazione) dell'ammontare di strumenti finanziari e prodotti strutturati contraddistinti da un elevato grado di complessità è legata soprattutto all'iniziativa delle nominate autorità europee; prospettiva carica di perplessità rivenienti dal fatto che l'azione discrezionale di queste ultime potrebbe, in un futuro non lontano, subire i condizionamenti della BCE, la quale - a seguito degli interventi svolti per riequilibrare i mercati scossi dalle intemperie della crisi - ha assunto una posizione di chiara centralità all'interno del sistema finanziario europeo.

6. Come si è detto, la normativa in esame dedica particolare attenzione alla disciplina di forme operative particolari, quali i derivati negoziati in borsa ovvero OTC, disciplinati dal regolamento (UE) n. 600/2014, nell'intento di ridurre i rischi rivenienti da un loro non adeguato utilizzo. La ratio alla base delle disposizioni di cui trattasi è, dunque, la stessa che ha mosso il legislatore nella rivisitazione della MiFID I, vale a dire la necessità di introdurre un livello appro-

³³ Cfr., tra gli altri, DE BELLIS, *La riforma della regolamentazione e della vigilanza finanziaria*, in AA.VV., *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche ed istituzioni internazionali*, a cura di Napolitano, Bologna, 2012, p. 23 ss; AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di Rating finanziario*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di Principe, Milano, 2014, p. 346 ss.

³⁴ Cfr. tra gli altri GUARRACINO, *Supervisione bancaria europea. Sistema delle fonti e modelli teorici*, Padova, 2012, p. 138; CAPRIGLIONE, *L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013, p. 52 ss.

priato di trasparenza delle negoziazioni nei mercati per conseguire un'ottimale valutazione dei prodotti ed una equilibrata formazione dei prezzi (considerando n. 15 del regolamento MiFIR).³⁵

Detti profili normativi hanno ben presente che tra le numerose questioni riconducibili agli effetti della recente crisi finanziaria e dei debiti sovrani si annoverano le problematiche connesse all'utilizzo, talora improprio, di derivati realizzati soprattutto a partire da inizio millennio. Le annose questioni che hanno coinvolto sia banche di grandi dimensioni, sia numerosi enti pubblici di alcuni Stati membri attestano, per l'appunto, l'esigenza di fare chiarezza sui limiti entro cui è possibile far ricorso all'uso di tali strumenti finanziari.

Ovviamente si tralascia in questa sede di analizzare la nozione di siffatto prodotto, sulla quale a lungo si è intrattenuta la dottrina giuridica, riconducendo la figura (per quanto concerne la realtà italiana) nell'ambito dell'attività riservata alle imprese d'investimento ed alle banche; donde l'applicabilità della disciplina vincolistica prevista dall'art. 21 t.u.³⁶ Ciò che, ai fini della presente indagine, va evidenziato è lo specifico rilievo comunemente ascritto allo scopo perseguito dalle parti attraverso la realizzazione dei derivati; scopo che deve ravvisarsi essenzialmente in una finalità di copertura e ristrutturazione di debiti precedentemente contratti e non anche nell'intento di porre in essere

³⁵ Da tener presente, inoltre, che - in linea con le conclusioni raggiunte nel G 20 tenutosi a Pittsburgh il 25 settembre 2009 - il regolatore europeo tra le motivazioni del suo intervento include l'opportunità di «definire una procedura normativa formale per prescrivere che le negoziazioni tra controparti finanziarie e controparti non finanziarie di grandi dimensioni su tutti i derivati assoggettabili a compensazione» (*considerando* n. 25 della MiFIR).

³⁶ Cfr. tra gli altri GABRIELLI, *Operazioni in derivati: contratti o scommesse?*, in *Contratto e impresa*, 2009, p. 1136 ss.; MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca e borsa*, 2011, I, p. 604 ss.; SCOGNAMIGLIO, *Profili di costituzionalità dei limiti all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali*, nota a C. Cost. 18 febbraio 2010, n. 52, in *Banca e borsa*, 2011, II, p. 18 ss.; BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una « definizione »*, in *Banca e borsa*, 2012, I, p. 547 ss.; CAPRIGLIONE, *I « derivati » dei comuni italiani nella gestione della finanza pubblica. Una problematica ancora attuale*, in *Banca e borsa*, 2014, I; TUCCI, *Contratti derivati: determinazione dell'alea e determinabilità dell'oggetto*, in *Banca e borsa*, 2015, II, p. 229 ss.

un'attività speculativa.

Da qui la necessità di eliminare qualsivoglia dubbio in ordine all'accertamento della reale volontà sottesa alla forma operativa in parola; ne consegue il riconoscimento del bisogno (avvertito dalle parti) di acquisire idonei elementi cognitivi circa l'essenza del rapporto che si va ad instaurare. Tale esigenza si comprende, del resto, nel riferimento alla caratteristica della tale tipologia contrattuale di esprimere la propria ragion d'essere nel correlare i contenuti della nuova negoziazione (che, per tal via, si pone in essere) alle modalità con cui il soggetto deve adempiere alle precedenti obbligazioni; per cui non è data possibilità alcuna di equivocare sul processo decisionale di cui trattasi. E' evidente, peraltro, come in tale logica si addivenga alla configurazione di una causa autonoma del derivato: questa differenza la relazione posta in essere rispetto alla precedente posizione contrattuale, con la quale (per converso) viene disposta una sorta di collegamento negoziale.

Orbene, il legislatore europeo nel disciplinare gli strumenti finanziari in parola tiene conto di detta loro finalità e - avendo riguardo alle indicazioni in materia desumibili dalla normativa europea³⁷- ne inquadra l'operatività nei mercati regolamentati e nelle piattaforme di negoziazione rispettando criteri ordinatori volti a contrastare pratiche irregolari invalse nei tempi recenti (ad esempio: nel mercato secondario a pronti delle 'quote di emissione' ovvero in taluni casi di ristrutturazioni, da parte dei Comuni, di pregressi rapporti di indebitamento, disposte al solo fine di reperire risorse da impiegare nell'ordinaria gestione). In altri termini, senza precludere la possibilità di ricorrere ai derivati per far fronte in modo efficiente alle dinamiche dei cash flows, si vuole impedire

³⁷ Cfr. in particolare il regolamento (UE) n. 600/2014, ove all'art. 2, par. 1, punto 29, si rinviene la definizione di «strumenti derivati»; precedentemente tale materia era disciplinata nel regolamento (UE) n. 648/2012 (cd. regolamento EMIR) e nel regolamento (UE) n. 236/2012, relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento.

la possibilità che questi ultimi vengano sottratti agli obblighi (già previsti nel regolamento EMIR) che impongono requisiti di sufficiente liquidità per essere negoziati.³⁸

Ciò posto, e passando ad una breve disamina delle disposizioni relative ai derivati, dopo la previsione di puntuali 'esenzioni' (art. 2 della direttiva 2014/65/UE), la normativa stabilisce un regime di inequivoci limiti con riguardo alle «posizioni che qualunque persona può detenere in un contratto derivato ...al fine di prevenire gli abusi di mercato... e di favorire condizioni ordinate di formazione dei prezzi» (considerando n. 127 della direttiva n. 2014/65/UE). Viene, quindi, prescritto a «tutte le sedi che offrono negoziazioni in strumenti derivati ... (di) ... stabilire controlli adeguati sulla gestione delle posizioni, conferendo i poteri necessari per ...monitorare e accedere alle informazioni» concernenti tali posizioni; nonché per richiedere la loro riduzione o cessazione ovvero «che si reimmetta liquidità nel mercato allo scopo di mitigare gli effetti di una posizione consistente o dominante» (considerando n. 128 della direttiva n. 2014/65/UE).

Il testo della MiFID II risulta, pertanto, orientato alla identificazione dei requisiti specifici che i sistemi organizzati di negoziazione devono presentare per poter operare in derivati (art. 20), ferma la possibilità di escludere questi ultimi dalla trattazione in ipotesi di presunti abusi di mercato ovvero di mancata informazione in ordine all'emittente (art. 32). In linea con l'obiettivo di una regolare ammissione degli strumenti finanziari alle negoziazioni è, poi, la previsione normativa che impone ai 'mercati regolamentati' di dotarsi di disposizioni chiare e trasparenti, tali da consentire un riscontro di compatibilità tra le caratteristiche del contratto derivato ed il processo di formazione del suo prezzo (art. 51).

³⁸ Cfr. BONANTE - GALLICCHIO, *MiFID II e MIFIR, recenti sviluppi*, visionabile su www.dirittobancario.it

La predisposizione di un apposito titolo nella MiFID II (il IV) concernente i «limiti di posizione e controlli sulla gestione delle posizioni in strumenti derivati su merci» dà la misura della significatività ascritta alla regolazione della materia in esame, evidentemente considerata dal legislatore europeo determinante ai fini del buon funzionamento del mercato.

Il quadro disciplinare che ci occupa è, poi, integrato da talune disposizioni del regolamento MiFIR che, tenendo conto degli accordi (conclusi nel vertice del G20 tenutosi a Pittsburgh il 25 settembre 2009) relativi al trasferimento delle negoziazioni di contratti derivati standardizzati OTC nelle borse o su piattaforme elettroniche di negoziazione, ha ravvisato «opportuno prevedere una gamma di sedi idonee nelle quali effettuare negoziazioni in conformità con questo impegno... (sottoponendole) ...a requisiti normativi particolarmente allineati in termini di aspetti organizzativi e operativi... per ridurre i conflitti di interesse...(e realizzare una)...trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione calibrata agli strumenti finanziari e ai tipi di sistema di negoziazione» (considerando n. 26).

In linea con tale premessa, la correttezza operativa del mercato è ricercata prescrivendo «requisiti di trasparenza pre e post - negoziazione per le sedi di negoziazione relativamente a ... strumenti derivati» (artt. 8 e 10); donde l'obbligo dei gestori del mercato e delle imprese di investimento di rendere pubblici i prezzi di acquisto e di vendita e l'entità degli interessi di negoziazione, nonché il prezzo, il volume e la data delle operazioni eseguite. Si è in presenza di regole che migliorano l'informazione al pubblico introducendo meccanismi di tutela «che meglio si adattano a un paradigma fondato sulla libera scelta informata», piuttosto che su misure inibitorie contrastanti «con l'autonomia che caratterizza il modello»;³⁹ desta, pertanto, perplessità l'ampio sistema di deroghe

³⁹ Cfr. PERRONE, *Servizi d'investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, cit., loc. cit.

previsto dall'art. 4 della normativa in esame (e in particolare per gli strumenti finanziari illiquidi), che rischia di svuotare in parte l'efficacia del nuovo regime dispositivo.

Analogamente, orientate ad un enforcement della tutela dell'investitore deve ritenersi l'obbligo posto a carico degli internalizzatori sistematici di «rendere pubbliche quotazioni irrevocabili» relativamente ad «obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati» (art. 18), cui si aggiungono le informazioni post-negoziazione che i medesimi e le imprese di investimento (che concludono per proprio conto o per conto dei clienti operazioni di tal genere) sono tenuti a presentare (art. 21). Anche qui il regolatore ha cercato una soluzione che individua nella interazione tra le forme di trasparenza ex ante con quelle successive alla conclusione delle negoziazioni la modalità ottimale per superare possibili opacità connesse alle forme operative di cui trattasi.⁴⁰

Da segnalare, infine, che il complesso disciplinare costituito dal regolamento in parola si conclude, come la direttiva MiFID II, con un intero titolo (il V) dedicato agli «strumenti derivati» e, dunque, con puntuali disposizioni volte a specificare i modi e le tecniche che connotano la loro negoziazione in mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione. Al di là della intrinseca complessità che contraddistingue tale materia (la cui chiarificazione richiederà un significativo sforzo delle autorità di controllo europee e nazionali in sede di normativa secondaria) rileva la peculiarità del ruolo ora svolto dall'ESMA. E' questa una significativa peculiarità della normativa in esame che attribuisce a tale autorità europea un potere di controllo da esercitare in via diretta ed in modalità adeguatamente estese.

⁴⁰ Cfr. SEPE, *Sistemi multilaterali di negoziazione - internalizzatori sistematici - sistemi organizzati di negoziazione*, cit., p. 711, in particolare nota n. 16.

Detta autorità è chiamata, infatti, ad esercitare un «regolare monitoraggio delle attività in derivati che non sono state dichiarate soggette all'obbligo di negoziazione» (art. 28, comma 2, secondo alinea) al fine di «individuare i casi in cui una particolare classe di contratti può presentare rischi sistemici», nonché di prevenire forme di arbitraggio tra tali operazioni. Ad essa è rimessa, dunque, l'identificazione dei prodotti complessi e la facoltà di includere tra questi ultimi gli strumenti finanziari derivati che soddisfano i requisiti di sufficiente liquidità per essere negoziati sulle apposite piattaforme;⁴¹ da qui il riconoscimento di un'ampia sfera d'interventi che spaziano dalla raccomandazione agli intermediari di astenersi dal commercializzare alcune tipologie di prodotti, alla determinazione di limiti nella gestione delle posizioni in strumenti derivati.

E' evidente, pertanto, l'intento del regolatore di imprimere un 'nuovo corso' (anche se limitato alla tipologia operativa di cui trattasi) all'azione svolta dall'ESMA, il cui ruolo - come verrà sottolineato in seguito - sembra orientato verso un'apertura interventistica che potrebbe far ipotizzare di essere in presenza di una rilevante modifica della sua pregressa posizione istituzionale.

7. Come si è sottolineato in precedenza, la MiFID II ed il regolamento MIFIR recano significativi cambiamenti alla disciplina dei mercati e delle trading venues. Prescindendo dal consolidamento delle informazioni e dall'introduzione di puntuali disposizioni in tema di trasparenza delle negoziazioni, è opportuno qui esaminare brevemente l'estensione operativa realizzata mediante la predisposizione di un'apposita piattaforma denominata Organised Trading Facilities (OTF), cui già si è fatto cenno, e talune innovazioni che qualificano tale parte della normativa.

Detto sistema è finalizzato a consentire l'incontro di interessi multipli (di

⁴¹ Cfr. BONANTE - GALLICCHIO, *MiFID II e MIFIR, recenti sviluppi*, cit., p. 7.

acquisto e di vendita) relativi a strumenti finanziari (da parte di una pluralità di soggetti terzi); incontro facilitato da un'intrinseca semplificazione procedimentale di tale piattaforma, non legata ad una struttura predefinita e svincolata dalle forme disciplinari che regolano gli altri sistemi.⁴²

Le motivazioni che giustificano la creazione dell'OTF sono specificate dal regolamento MiFIR, il quale ne riconduce le finalità alla realizzazione di «mercati finanziari più trasparenti ed efficienti», nonché alla definizione di «condizioni eque tra le varie sedi che offrono servizi di negoziazione multilaterale»; motivazioni che hanno reso conveniente l'introduzione di «una nuova categoria di sede di negoziazione ... che ... applichi regole non discriminatorie in relazione all'accesso al sistema stesso ... (e sia) ... definita in modo tale da essere in grado, ora e in futuro, di comprendere tutti i tipi di esecuzione organizzata e organizzazione di negoziazione che non corrispondono alle funzionalità o alle specifiche normative» (considerando n. 8).

E' evidente che si è voluto creare una piattaforma residuale, destinata ad integrare i sistemi di negoziazione preesistenti ed in grado di ricomprendere quelli non oggetto di specifica disciplina nella MiFID I, con la conseguenza di incidere negativamente sui livelli di trasparenza delle forme operative praticate. L'attivazione del nuovo sistema è sottoposto ad autorizzazione (art. 5 della direttiva n. 2014/65/UE), stante il suo inquadramento normativo tra i servizi d'investimento, ed i suoi gestori devono dotarsi di disposizioni idonee a prevenire conflitti d'interesse e ad assicurare il sano funzionamento dell'OTF. La dottrina ha evidenziato i caratteri distintivi di questi ultimi rispetto ai mercati regolamentati e agli MTF (art. 20 della direttiva n. 2014/65 /UE), identificati nelle modalità di immissione (e di abbinamento) degli ordini nel sistema, nel più ristretto

⁴² Cfr. TAROLA - LEONI - GILIBERTI - RIZZO - MOSCO - PACE - CICCAGLIONI - TEMPESTINI - AMATO - GIAMMARILE, *Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia*, Consob, 2014.

«perimetro degli strumenti finanziari» utilizzabili, «essendo per gli OTF esclusi i titoli azionari e assimilati»,⁴³ nel divieto per il gestore di un OTF di operare in conto proprio (fatta salva l'attività su titoli del debito sovrano) e l'apertura ad un'operatività *matched principal trading*.⁴⁴

Si è, dunque, in presenza di una piattaforma di negoziazione particolarmente ampia, dalla quale peraltro devono ritenersi esclusi i sistemi non qualificati da una vera e propria organizzazione ovvero non predisposti per l'esecuzione di negoziazioni (ad esempio: le bacheche elettroniche per la pubblicizzazione degli interessi di acquisto e vendita).

Nei confronti degli OTF trova applicazione la disciplina *pre e post trading* prevista per mercati regolamentati e per gli MTF. Tuttavia il legislatore, al fine di evitare forme di commistioni tra operatività di mercato bilaterale e multilaterale, ha previsto che i gestori di «un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) o un sistema organizzato di negoziazione (OTF) si dotino di disposizioni intese a individuare chiaramente e gestire le potenziali conseguenze negative...di eventuali conflitti di interesse» (art. 18, comma 4, della direttiva n. 2014/65/UE); statuizione integrata dalla previsione normativa in base alla quale non è consentito che «la gestione di un sistema organizzato di negoziazione e un'internalizzazione sistematica abbiano luogo nell'ambito della stessa entità giuridica», non potendo il primo intrattenere con il secondo «legami tali da permettere che gli ordini in un sistema organizzato di negoziazione e gli ordini o quotazioni in un internalizzatore sistematico interagiscano fra loro» (art. 20,

⁴³ Cfr. SEPE, *Sistemi multilaterali di negoziazione - internalizzatori sistematici - sistemi organizzati di negoziazione*, cit., p. 725.

⁴⁴ Tale operatività consiste, come viene puntualizzato in letteratura, in una «transazione che si realizza con l'interposizione, fra l'acquirente e il venditore, di un "facilitatore", il quale conclude la transazione senza risultare esposto al rischio di mercato e ricevendo soltanto una commissione o riconoscimento di altro tipo, quindi senza lucrare un profitto/subire una perdita», così TAROLA - LEONI ed altri, *Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia*, cit., p. 12.

comma 4, della direttiva n. 2014/65/UE).

Naturalmente, il carattere discrezionale che connota l'esecuzione degli ordini effettuati su piattaforma OTF evidenzia un intrinseco limite di questo sistema, ferma restando la possibilità ad esso consentita di operare mediante la menzionata «negoziazione matched principal» (eseguendo, cioè, per proprio conto operazioni a compensazione di quelle dei clienti con la cosiddetta tecnica del back to back trading), fornendo adeguata informativa in proposito alla competente autorità (art. 20, comma 7, della direttiva n. 2014/65/UE). Detta limitazione fa sì che per una compiuta attivazione di siffatte negoziazioni dovranno attendersi opportune chiarificazioni in materia da parte della Commissione, la quale in prospettiva potrà sul punto intervenire fornendo adeguate specificazioni normative.

Altra significativa innovazione recata dal complesso dispositivo in esame alla disciplina dei mercati riguarda la puntualizzazione dei requisiti che contraddistinguono le negoziazioni su algoritmi che determinano in via automatica i parametri degli ordini (i.e. momento della loro immissione, indicazione del prezzo e della quantità degli strumenti finanziari da negoziare).

La normativa - nel far riferimento alla «esigenza di porre in essere controlli ...volti a garantire che i ... sistemi di negoziazione siano resilienti e dispongano di sufficiente capacità, siano soggetti a soglie e limiti di negoziazione appropriati e impediscano l'invio di ordini erronei» - prescrive l'adozione di «meccanismi efficaci di continuità operativa per rimediare a malfunzionamenti» dei sistemi di negoziazione, assicurando al contempo un monitoraggio adeguato per garantirne la conformità dei requisiti fissati dalla regolazione in parola (art. 17, comma 1, della direttiva n. 2014/65/UE).

Da qui l'obbligo imposto a coloro che effettuano negoziazioni algoritmiche di notificare tale loro modalità operativa alle competenti autorità. Non-

stante il proposito del legislatore di eliminare le criticità connesse all'utilizzo di detto modello informatizzato imponendo a tutti i soggetti membri di una trading venue l'acquisizione dello status di impresa d'investimento, alcune perplessità permangono con riguardo alla portata della definizione di high frequency algorithmic trading technique, alla quale necessita far riferimento per ravvisare la presenza o meno di obblighi; perplessità destinate ad aumentare ove si abbia riguardo, poi, alla «fredda e logica follia dei robot» che, in un passato non lontano, ha dato esiti disastrosi, come è stato sottolineato dalla stampa specializzata.⁴⁵ Conclusione avvalorata dal fatto che la normativa risulta poco chiara nell'identificazione degli elementi costitutivi della fattispecie (come, ad esempio, quando si precisano le modalità esecutive della strategia di «market making», sottolineando che tale attività deve essere svolta con continuità in una fascia specifica dell'orario di contrattazione della sede di negoziazione) (considerando n. 59 della MiFID II).

Collegata ai fenomeni del trading algoritmico è, poi, l'adozione (da parte delle imprese d'investimento) di particolari regimi in materia di «dimensioni dei tick di negoziazione per azioni, certificati di deposito, fondi indicizzati quotati, certificati e altri strumenti finanziari analoghi» (art. 49 della direttiva n. 2014/65/UE). Non v'è dubbio che dette tabelle - destinate a rappresentare i profili di liquidità nei diversi mercati dei prodotti trattati, nonché il differenziale medio fra la migliore quotazione di vendita e la migliore quotazione di acquisto - identificano un meccanismo volto ad assicurare che il trading algoritmico non si risolva in condizioni di negoziazione poco ordinate e, dunque, per fronteggiare situazioni di disorderly trading.

Anche in questo caso vanno rappresentate talune perplessità rivenienti

⁴⁵ Cfr. l'editoriale *Quando i computer fecero a pezzi le borse, le borse. E perché potrebbe ancora succedere*, pubblicato in *Ilsole24Ore* e visionabile su www.ilsole24ore.com.

dall' aggravio della complessità operativa, cui per tal via si addivene. Inoltre, a ben considerare, la realtà normativa che caratterizza l'introduzione di metodologie fondate sull'automatismo dei processi attivati dalle imprese d'investimento - evitando (o, comunque, riducendo le) forme d'intervento diretto dei gestori delle negoziazioni - può dar spazio a comportamenti che si risolvono in una sostanziale deresponsabilizzazione dei soggetti cui compete l'inserimento, la modifica e la cancellazione degli ordini, con la conseguenza di delineare condotte potenzialmente riconducibili ad abusi di mercato.

8. Aspetto di particolare rilievo, nel quadro disciplinare segnato dalla MiFID II e dal regolamento MiFIR, è di certo il ruolo quivi riconosciuto alle autorità di vigilanza europee e nazionali.

Si è avuto modo di evidenziare - nell'esame della nuova normativa concernente gli intermediari finanziari ed i mercati - che il legislatore ha introdotto un regime disciplinare nel quale è rimesso all'intervento dell'ESMA non solo talune verifiche concernenti il rispetto della regolazione speciale, bensì l'iniziativa per la definizione di progetti di norme tecniche da presentare alla Commissione. Tale impianto interventistico riflette l'assegnazione di peculiari prerogative prevista, a seguito della crisi economica e dei debiti sovrani, nella definizione del quadro di vertice dell'ordinamento finanziario europeo, nel quale detta autorità - unitamente all'EBA e alla EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) - costituisce parte integrante del SEVIF (Sistema europeo di vigilanza finanziaria), istituito nel 2010.⁴⁶ Essa, infatti, non solo è dotata di poteri e

⁴⁶ Cfr., tra gli altri, FERRAN, *Understanding the New Institutional Architecture of Eu Financial Market Supervision*, in *Legal Studies Research. Paper Series*, University of Cambridge, Faculty of Law, n. 20/2011, p. 34 ss., visionabile su *ssrn.com*; TARANTOLA, *La vigilanza europea: assetti, implicazioni, problemi aperti*, Lezione al Master in Diritto Amministrativo e Scienza dell'Amministrazione, Università degli Studi di Roma Tre, 8 aprile 2011, rinvenibile in *www.bancaditalia.it*, p. 16; LEMMA, *La riforma degli intermediari non bancari nella prospet-*

funzioni che si sostanziano nella fissazione di standard regolamentari, ma anche della possibilità di assumere provvedimenti destinati ad incidere direttamente sugli intermediari finanziari allocati nei paesi UE.

Più in particolare, il complesso potestativo del nuovo sistema di vigilanza finanziaria prevede che l'ESMA - in vista dell'obiettivo del buon funzionamento dei mercati (cui si aggiunge quello di procedere ad una omogeneizzazione dei soggetti operanti nei medesimi, evitando il rischio di difformità di trattamenti nello svolgimento di funzioni sostanzialmente analoghe) - possa avvalersi delle misure destinate a promuovere prassi comuni di regolamentazione, vigilanza ed attuazione disciplinare. Da qui il potere, poc'anzi richiamato, di elaborare progetti di norme tecniche, finalizzati a «ridurre gli ambiti di incertezza e discrezionalità rinvenibili nel materiale normativo comunitario»;⁴⁷ potere del quale la nominata autorità si è prontamente avvalsa, come è dato desumere, tra l'altro, dal documento da essa emanato in data 6 luglio 2012, recante le linee guida per la valutazione dell'adeguatezza e preordinato, nello specifico, ad identificare taluni compiti prescritti agli intermediari dalla MiFID I.⁴⁸

Naturalmente, dovendo la funzione dell'ESMA (al pari di quella delle altre ESAs) essere orientata anche all'assistenza delle autorità nazionali di vigilanza nella interpretazione ed applicazione della normativa europea, una compiuta

tiva di Basilea III, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, 2011, n. 1, p. 185; GUARRACINO, *Supervisione bancaria europea (Sistema delle fonti e modelli teorici)*, cit., *passim*; CAPRIGLIONE, *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in *Concorrenza e mercato*, 2012, p. 867 ss.; TROIANO, *Interactions Between EU and National Authorities in the New Structure of EU Financial System Supervision*, in *Law and Economics Yearly Review*, n. 1/2012, p. 104 ss. visionabile su www.laweconomicsyearlyreview.org.uk; PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2012, I, p. 54; CAPRIGLIONE - TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Padova, 2014, p. 54 ss.

⁴⁷ Cfr. TROIANO, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in AA.VV., *Elementi di diritto pubblico dell'economia*, a cura di Pellegrini, Padova, 2012, p. 558 ss.

⁴⁸ Tale documento reca, oltre al testo delle linee guida, la relazione illustrativa, l'elenco delle domande e l'analisi costi benefici che va effettuata *in subiecta materia*; è visionabile su www.esma.europa.eu.

valutazione del suo ruolo deve tener conto del combinato disposto degli artt. 26 e 114 TFUE, in base ai quali le «misure destinate all’instaurazione o al funzionamento del mercato interno» devono essere correlate al «ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri». Sicchè, il giudizio sulla complessiva posizione riconosciuta dal regolatore europeo a detta autorità non potrà prescindere dal considerare le modalità di bilanciamento tra la sua funzione interventistica (intesa in senso lato) sugli operatori finanziari e quella di promotore di forme di più intensa cooperazione tra gli organismi di supervisione degli Stati membri.

Orbene, avendo riguardo alla normativa dianzi menzionata - e facendo riferimento alla carenza di poteri autorizzativi dell’ESMA nei confronti di specifiche attività (ad esempio: quella di rating) ovvero ai limiti del suo monitoraggio (i.e. alla materia dei derivati)⁴⁹ - alcuni studiosi, anteriormente all’emanazione della MiFID 2, hanno ritenuto significativamente circoscritta la sua azione di vigilanza (esperibile in ambito europeo); pertanto, se ne è confinata la portata sottolineando che la medesima è volta, in via prioritaria, alla realizzazione di un congruo coordinamento delle attività svolte dagli enti di controllo nazionali.⁵⁰ Ciò, a fronte di un opposto orientamento dottrinale propenso a ravvisare, su un piano sistematico, la tendenza del legislatore ad accentrare una molteplicità di funzioni in capo ad essa, cui conseguirebbe una sostanziale rivalutazione dei poteri di supervisione attribuiti all’ESMA.⁵¹

⁴⁹ Cfr. TROISI, *Le agenzie di rating. Regime disciplinare e profili evolutivi*, Padova, 2013, p. 133 ss.; SUSI, *La vigilanza sulle agenzie di rating e le innovazioni introdotte dalle recenti modifiche al regolamento europeo*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, cit., p. 373 ss.

⁵⁰ Cfr. AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche dell’attività di rating finanziario*, cit. p. 346 ss., il quale sottolinea che l’ESMA, in molti casi, «si limita» a svolgere un’attività di mera registrazione, essendo essa impossibilitata ad «entrare nel merito delle metodologie utilizzate e dei risultati dell’attività di impresa» (p. 347), donde la configurabilità di un sostanziale ridimensionamento del suo ruolo.

⁵¹ Cfr. MOLONEY, *The European Securities and Markets Authority and institutional design for the EU financial market – a tale of two competences: Part (2) rules in action*, 2, 2011, p. 225, la

In tale premessa, è evidente come la specificazione dei numerosi compiti ora attribuiti a detta autorità dal complesso dispositivo esaminato in precedenza - oltre a riflettere l'esigenza del regolatore di voler dar corso ad un rinnovamento sistemico delle forme di esercizio dell'attività finanziaria - possa far ritenere di essere effettivamente in presenza di un ampliamento della sfera dei pubblici poteri nella materia che ci occupa. Da qui la facile conclusione di ravvisare nelle modifiche disciplinari di cui trattasi i presupposti per una riconsiderazione del ruolo potestativo originariamente riconosciuto alla menzionata istituzione del SEVIF.

Tale opinione potrebbe, poi, essere avvalorata dal riferimento ai mutamenti strutturali della supervisione bancaria di recente attuati con l'introduzione dell'SSM e con la definizione dell'SRM (la cui applicazione è programmata per l'inizio del 2016), meccanismi che hanno potenziato le funzioni di vigilanza esperibili dagli organismi di vertice dell'UE (per il settore bancario individuato nella BCE). Ed invero è di intuitiva percezione la riconducibilità del complesso dispositivo della MiFID II e della MiFIR alla medesima logica ordinatoria che - allo scopo di accelerare la fine della crisi finanziaria degli ultimi anni e, al contempo, prevenirne altre per il futuro⁵² - ha promosso l'avvio di un iter normativo finalizzato a rivitalizzare la funzione delle autorità di vigilanza operanti all'interno dell'UE.

A ben considerare, tuttavia, i poteri ora assegnati all'ESMA, nonostante la loro ampiezza, non sembrano tali da legittimare la conclusione sopra ipotizzata.

quale sul punto precisa «the extent of ESMA's supervisory powers may have pushed ESMA too high up the spectrum from national and towards EU powers, particularly given the likely momentum effects»; ROSSANO, *Lo short selling ed i poteri dell'Esma*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2014, II, p. 2005 ss., in particolare p. 234 ss.

⁵² Cfr. SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1, 2009, p. 108, ove si sottolinea che negli ultimi anni è stata riconosciuta sempre maggiore rilievo agli organi di vigilanza in aggiunta ad una marcata tendenza della regolazione a configurare un 'ordine pubblico proprio dei mercati finanziari.

L'autorità in parola continua a svolgere un ruolo che, per quanto potenziato, resta comunque circoscritto alla formulazione di technical standards per la definizione delle forme operative e guidelines per lo svolgimento della vigilanza europea. Permane la carenza di una potestà provvedimentale volta ad autorizzare, approvare, sanzionare le concrete esplicazioni dell'attività finanziaria (ad eccezione di casi particolari, come gli interventi nei confronti delle agenzie di rating ovvero in materia di derivati); sicché, essa è tuttora chiamata ad esercitare una funzione che si risolve, in via prioritaria, nel rafforzamento della «convergenza» delle vigilanze in ambito europeo, cooperandosi quindi affinché le autorità nazionali operino tutte con le stesse modalità nell'assolvere il compito di controllare il buon funzionamento dei mercati.

Pertanto, pur essendo indubbio che la nuova normativa di settore risulta implementata per quanto concerne l'identificazione dei progetti e delle metodologie di calcolo rientranti nella sfera d'azione dell'ESMA, ciò sul piano delle concretezze individua unicamente una specificazione (o, al più, un completamento) delle attribuzioni previste in occasione della sua istituzione.⁵³ Analogamente, con riguardo alla circostanza che tale autorità negli ultimi tempi ha avviato un'intensa attività di controlli ispettivi nei confronti dei singoli paesi membri, può dirsi di essere in presenza di una corretta interpretazione del proprio ruolo, ma non anche una modifica di quest'ultimo.

D'altra parte, appare ultronea ogni forma di equiparazione tra l'evoluzione che ha interessato il settore bancario e la recente regolazione dell'attività finanziaria e dei mercati di cui ai provvedimenti disciplinari oggetto della nostra analisi. La diversità del sistema di vigilanza sull'operatività tout court finanziaria rispetto a quella creditizia è ricollegabile a fattori sui quali a

⁵³ Cfr. il Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 che ha istituito l'ESMA.

lungo si è intrattenuta la dottrina, riconducibili alla nota distinzione tra 'risparmio consapevole e non', donde la diversa tipologia di rischi presi in considerazione dal legislatore⁵⁴; per cui quest'ultimo mentre, nel primo caso, ha avuto di mira l'obiettivo di evitare che il risparmiatore subisse gli effetti negativi delle asimmetrie del mercato, nel secondo si è preoccupato di non coinvolgerlo nell'attività d'investimento e, dunque, nell'assunzione dei relativi rischi.

In tale contesto logico trova spiegazione il motivo per cui storicamente la definizione della disciplina bancaria è avvenuta con significativo anticipo rispetto alla determinazione di regole sui mercati (ed all'istituzione di autorità pubbliche competenti a vigilare sui medesimi), essendo l'operatività di questi ultimi legata all'affermazione di una maggiore maturità dei sistemi finanziari. Si comprende, altresì, la ratio per cui il regolatore europeo - in attesa di veder concretizzato il progetto della Commissione europea sul Capital market Union⁵⁵ - ha conservato pressoché integri i poteri delle autorità nazionali cui spetta la supervisione in materia finanziaria, pur sottoponendole alle forme di coordinamento e cooperazione disposte dall'ESMA.

9. Nelle pagine che precedono si è tentato di rappresentare un quadro sintetico delle principali novità relative alla nuova regolazione, di matrice europea, sugli intermediari finanziari, investitori e mercati. Le modifiche normative recate alla vigente disciplina speciale dalla direttiva n. 2014/65/UE e dal regolamento n. 600/2014/UE si propongono la definizione di un complesso disposi-

⁵⁴ Cfr., sul punto, BRESCIA MORRA, *Le forme della vigilanza*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di Capriglione, cit., p. 234.

⁵⁵ Cfr., per approfondimenti, COMMISSIONE EUROPEA, 18.2.2015 COM(2015) 63 final «LIBRO VERDE Costruire un'Unione dei mercati dei capitali», ove si puntualizza come detto progetto sia finalizzato a recuperare «il livello di integrazione dei mercati finanziari» il quale nell'UE «è diminuito in seguito alla crisi, con il ripiegamento delle banche e degli investitori sui mercati di origine».

tivo che - all'insegna di una più coesa armonizzazione dei rapporti economici tra i paesi dell'UE - sia in grado di favorire un più sicuro sviluppo relazionale e, soprattutto, di resistere meglio (e, dunque, senza le incertezze di un recente passato) alle intemperie di un capitalismo avanzato, che denota significativi fattori di crisi.

Sono rimasti fermi i presidi che già caratterizzavano il sistema di tutele degli investitori, incentrato sul principio della riserva dell'attività finanziaria e su meccanismi di garanzia preordinati al raccordo della tipologia di prodotto al target della clientela. Per converso, si registra l'imposizione di nuovi obblighi a carico degli intermediari, tenuti ora ad effettuare verifiche estese anche alla fase di ingegnerizzazione dei prodotti commercializzati, alle quali conseguono necessari adattamenti delle strutture aziendali. Di fondo rileva la ricerca di più significativi livelli di trasparenza, assicurati anche dalla possibilità di interventi degli organi di vigilanza europei e nazionali volti ad stabilire divieti e restrizioni con riguardo alla definizione di quanto costituisce oggetto di distribuzione.

Più in particolare, rilevano le modifiche recate vuoi alle modalità esplicative di taluni servizi (ad esempio: la consulenza) ed all'esecuzione di contratti in strumenti derivati, vuoi alla disciplina dei mercati con l'introduzione di una nuova piattaforma di negoziazione e la fissazione di puntuali limiti alla operatività degli intermediari. Da qui la prospettiva di una maggiore uniformità delle condotte, di un effettivo avvicinamento alle best practices che si rinvergono nel mercato, cui dovrebbe far seguito l'abbandono di atteggiamenti opportunistici (volti soprattutto ad attuare arbitraggi regolamentari), in vista di una maggiore integrazione delle tecniche finanziarie applicabili in Europa.

Non ci si deve nascondere, tuttavia, che la normativa in parola dà adito a perplessità per quanto concerne la capacità delle imprese d'investimento di riuscire a governare l'accresciuta complessità degli attuali sistemi di negoziazione.

Essa, inoltre, non sembra destinata ad interagire adeguatamente su una realtà di mercato caratterizzata da ampi spazi di discrezionalità dell'agere: a questi si aggiunge ora la possibilità di situazioni di deresponsabilizzazione, determinate dall'introduzione di automatismi operativi (riconducibili alle tecniche fondate su algoritmi).

Sotto altro profilo, fanno riflettere le modalità con cui l'autorità europea preposta alla vigilanza sull'attività finanziaria esercita le sue funzioni finalizzate all'introduzione di regole a tutela dei mercati, della parità concorrenziale e degli investitori. La nuova normativa prevede, infatti, un meccanismo interventistico nel quale la ESMA mostra ancora significative carenze con riguardo all'esercizio di una potestà provvedimentale volta ad autorizzare, approvare, sanzionare le concrete esplicazioni dell'attività finanziaria (salvo casi eccezionali), laddove il suo ruolo sembra incentrato nella definizione di progetti tecnici «che non comportano scelte politiche» da presentare alla Commissione (come si precisa in un considerando della stessa direttiva n. 2014/65/UE).

Ritornano alla mente talune considerazioni formulate dal russo Evgeny Pashukanis a proposito del rapporto tecnica/opportunità, valutato nella prospettiva del processo evolutivo del capitalismo, nel quale la vittoria finale dell'economia potrebbe configurarsi come una sorta di superamento dell'ordine giuridico.⁵⁶ Si è, dunque, in presenza di un orientamento proteso verso la fine della regola giuridica (connotata dalla sua forza di coercizione) a favore di quella tecnica (destinata ad imporsi per la sua intrinseca valenza, riconducibile ad una logica di mercato che si autoregola)?

⁵⁶ Cfr. *The General Theory of Law and Marxism*, prima ediz. Moscow, 1924, pubblicato successivamente a London e New York, 1980, traduz. di Maggs, in particolare Cap. V, *Law and the State*.

E' difficile, se non impossibile, fare previsioni al riguardo... saranno il tempo e le concrete modalità applicative della nuova realtà disciplinare a dare una risposta a questo interrogativo.

Francesco Capriglione

I SERVIZI PUBBLICI:

TELENOVELA LEGISLATIVA E SCIARADA PER I GIURISTI*.

(Public services: a legal soap opera and also an issue for legal scholars)

ABSTRACT: *This paper concerns the public services and their role in the current society, given the arising interest of the scholars for this topic. The Author analyses that the fiscal compact renews the approach to the public services, given the need for a spending review and for the increase of competitiveness. Then He focuses on this new scenario in order to understand if there will be a new role for politics and how the Government shall perform its social duties.*

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Il nuovo scenario di mercati regolati dei servizi pubblici. - 3. Prospettive future.

1. Gli scritti più recenti dedicati alle numerose ed intricate problematiche, in buona parte irrisolte, che riguardano l'organizzazione ed il funzionamento dei servizi pubblici nel nostro Paese sono accomunati dall'aver un taglio forzatamente *diacronico* e *critico*, a cagione del mutamento contrastato, e tuttora irrisolto, del loro regime giuridico, statale e regionale-locale.

Su un piano più generale si deve ricordare che negli ultimi quindici anni, circa, si è registrata, in Italia e fuori, un'intensa ripresa degli studi di diritto amministrativo e di diritto dell'economia (ma anche di politica economica, economia aziendale e di politologia) in materia di servizi pubblici.

Le ragioni di fondo di questa "rifioritura" sono, schematizzando al massimo, le seguenti:

* Testo della *Postfazione* al volume AA.VV., *Il "disordine" dei servizi pubblici locali. Dalla promozione del mercato ai vincoli di finanza pubblica*, a cura di M. Passalacqua, Torino 2015.

- da un lato i servizi pubblici hanno rappresentato uno dei pilastri degli Stati “amministrativi-sociali” del ‘900; il tramonto di quel modello politico-sociale, economico ed istituzionale ha comportato una rimessa in discussione *funditus* di tutte le declinazioni della materia (dallo Stato imprenditore, alla universalità, alla loro programmazione), sino al perimetro stesso della nozione (ad iniziare da MERUSI, *La nuova disciplina dei servizi pubblici* in *Annuario 2001* dell’AIPDA, Milano, 2002);

- dall’altro i principi della “costituzione economica europea” ed i successivi “innesti” – per tutti il *fiscal compact* – hanno imposto paradigmi normativi prima sconosciuti: dalla regolazione proconcorrenziale, in funzione della creazione di mercati aperti (con l’eliminazione di riserve e privilegi per gli organismi di diritto pubblico operanti nei vari settori e l’ingresso di gestori privati e privato sociali); all’applicazione della *spending review* alle gestioni ed ai gestori pubblici deficitari; alla rimodulazione dei sistemi delle tariffe e dei contributi pubblici; al ripensamento delle tipologie di prestazioni; alla tutela degli utenti.

Si tratta – nel nostro Paese – di processi complementari, ma contrastati, rallentati e contraddittori, per le resistenze opposte dalle incrostazioni di potere (e di affari), storicamente intrecciate ad assetti politici consolidati, soprattutto territoriali.

Quest’ultimo profilo spiega perché complessivamente sia stato più facile realizzare a livello nazionale il passaggio al mercato liberalizzato/regolato in settori come quelli energetici, dei trasporti, delle telecomunicazioni (in quest’ultimo caso la liberalizzazione è stata imposta dalla determinante tecnologica), con l’eccezione del settore idrico, nel quale una campagna ideologica (“no alla privatizzazione dell’acqua”) ha bloccato il passaggio (non alla proprietà ma solo) a gestioni private.

Viceversa molto più lenta, e più volte rinviata, è stata la riorganizzazione

“efficientistica” dei servizi pubblici locali, con l’eliminazione della galassia clientelare di migliaia di partecipate, i cui *deficit* “risalgono” a carico degli enti o società pubblici, o in pubblico comando, partecipanti.

È doveroso aggiungere:

I) che si tratta di processi oltre che politicamente anche giuridicamente ed aziendalmente molto complessi in ragione della eterogeneità/specialità dei tanti settori e subsettori dei servizi pubblici (andandosi dalla distribuzione del gas, ai parcheggi urbani, al trasporto delle medicine, alla gestione dei musei o alle fondazioni liriche);

II) che l’immanenza della normativa europea su prassi ed assetti consolidati ha innescato molteplici contenziosi, soprattutto innanzi ai giudici amministrativi, i quali si sono trovati a dipanare matasse diverse, a seconda dei vari settori ed ambiti spaziali interessati, facendo applicazione, volta a volta, dei principi europei come stelle polari;

III) che i processi di liberalizzazione/riduzione quantitativa degli attori pubblici e di neoregolazione proconcorrenziale sono fortemente “promossi” da gruppi imprenditoriali privati, italiani ed internazionali i quali – operando spesso in settori merceologici maturi – trovano più conveniente e meno impegnativo diversificare i loro investimenti nel settore delle *public utilities* (volgendosi, da ultimo, ai servizi privati sinora prestati dagli iscritti agli ordini professionali).

Come sempre accade nei tornanti della storia gli interessi privati si intrecciano con l’oggettiva necessità di ripensamento e riorganizzazione dei regimi giuridici amministrativi preesistenti.

A non vederlo si fa la figura di chi, ingenuamente (?), va acchiappando farfalle sotto l’Arco di Tito, per riprendere un’immagine di M.S. Giannini.

Di conseguenza i complessi processi di riorganizzazione in corso, necessitati dalle contingenze storiche, pur tendenzialmente positivi e mal contrastati,

devono essere riguardati – e soprattutto gestiti – prima dal legislatore e poi dagli azionisti pubblici con decisione, ma in modo mirato per non fare ulteriori regali a privati.

L'esperienza delle privatizzazioni di Telecom e di Autostrade – per fare solo due esempi – dovrebbe aver insegnato qualcosa.

Ed in questa delicata fase di transizione le autorità indipendenti “di riferimento”, sia generale (l'AGCM) che settoriali (Trasporti, Energia, Gas ed Acqua, Comunicazioni) devono lavorare di bisturi e non farsi travolgere da “astratti furori mercatistici”. Mercati complessi come quelli dei servizi pubblici si costruiscono pazientemente e non a colpi di piccone, magari inibendo i “campioni nazionali”.

2. Si viene così al punto nodale: il nuovo scenario di mercati regolati dei servizi pubblici sarà la risultante – oltre che del progresso tecnologico e della mobilità dei capitali (si pensi ai fondi sovrani) – dell'interazione di diverse sfere riservate alla decisione politica, volta a volta europea, statale, regionale o locale:

I) l'organizzazione giuridica “d'insieme” dei singoli mercati;

II) la programmazione – alle varie scale – dei servizi;

III) e – contestualmente – per i settori tecnologici strategici, le scelte di politica industriale pubblica, europea e nazionale (investimenti + regolazione);

IV) le scelte d'indirizzo dei soci pubblici per le società controllate e partecipate, la definizione della loro *governance*; ed ancora: i finanziamenti (limitati dal divieto di aiuti di Stato).

Sono dimensioni d'incidenza eterogenee e conseguentemente sono differenziati i processi di decisione, nonché le loro interrelazioni con l'assetto dei diversi mercati.

Il loro effetto cumulativo è che lo *spatium deliberandi* del decisore politi-

co – ampio, multiforme e multilivelli – *conforma* in rilevante misura le tendenze evolutive spontanee dei singoli mercati.

L'effetto complessivo di conformazione è dunque la risultante dell'esercizio di funzioni diverse.

È – innanzitutto – l'indirizzo politico a determinare l'organizzazione giuridica “di sistema”, alle diverse scale, di ciascun servizio pubblico – da quelli più “sconfinati” (come le telecomunicazioni) a quelli a scala regionale (come il T.P.L.) o locale (come il trasporto urbano).

La prima sede (qualcuno dice “la vera sede”) di cristallizzazione dell'indirizzo politico sistemico – in forme specificamente normative (a partire dai Trattati) o comunque precettive (sentenze della Corte di Giustizia e decisioni del Consiglio europeo e della Commissione) – sono le istituzioni dell'Unione Europea.

Si va da atti a valenza plurisettoriale (come la famosa “Direttiva Bolkenstein”) agli *acquis* relativi a singoli subsettori o attività (ad esempio: l'affidamento diretto del servizio di trasporto dei malati ad associazioni *no profit*: Corte di Giustizia sentenza 11 dicembre 2014, in causa C – 113/13).

Gli indirizzi politici “interni” – che devono essere pregiudizialmente conformi a quelli delle regolamentazioni europee – possono cristallizzarsi in *plessi normativi*, i quali costituiscono il quadro di riferimento per le Autorità indipendenti preposte ai vari settori – siano esse dotate di potestà di regolamentazione diretta (ad esempio: l'AEEGA) o di regolazione indiretta e stratificata mediante la giurisprudenza dei “precedenti” (come l'A.G.C.M.) – le quali debbono attenersi (salvo interpretazioni integrative sulla base degli *acquis* europei). È ben vero – come rilevava oltre vent'anni fa Alberto Predieri (*Commento all'art. 6 in AA.VV. Commentario al T.U. delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, Padova 1994) – che in molti settori di rilevanza economica la nor-

mazione interna è ormai *subprimaria* – ma, specie per alcuni pubblici servizi a dimensione essenzialmente nazionale (ad esempio: la sanità, l’istruzione, i beni culturali), lo spazio lasciato al legislatore interno circa la *conformazione* stessa del settore/mercato è molto ampio.

Ad esempio, è il decisore pubblico – innanzitutto con le norme primarie e poi con l’allocazione delle risorse finanziarie – a delineare gli spazi di mercato per l’istruzione pubblica e per quella privata in materia di asili nido.

Ed, ancora, è il legislatore a poter imporre l’accorpamento delle gestioni dei servizi locali per ambiti ottimali o a prevedere – in sede regionale – la gara unica per la gestione del TPL.

A chi – andando per schematizzazioni astratte (TORCHIA, *Diritto amministrativo progredito*, Bologna 2012) – sostiene che le regolazioni hanno sostituito ormai le programmazioni – è poi opportuno ricordare l’*ineliminabile compresenza*, in molti settori dei servizi pubblici – dall’energia, ai trasporti, all’istruzione, alla gestione dei rifiuti, alla sanità – della funzione di programmazione e di quella di regolazione; con l’aggiunta che per alcuni di essi (negli esempi fatti: la gestione dei rifiuti e la sanità) il programmatore e l’autorità di controllo coincidono (nella Regione).

E nei settori cui sovrintendono Autorità indipendenti esse devono assumere come “a priori” vincolante gli indirizzi politici cristallizzati in atti di programmazione (ad esempio: dei servizi idrici), salvo verificare la compatibilità con le “regole europee” delle loro previsioni di forme organizzative eventualmente anticoncorrenziali.

In un certo senso collegata alla programmazione di alcuni servizi è la delicata problematica delle scelte di sistema e di politica industriale da farsi per i settori a forte rilevanza tecnologica (come ad esempio la “banda larga”), nei quali occorre comporre un assetto organizzativo efficiente – ad esempio in for-

ma di società miste, *neutrali* rispetto agli equilibri di mercato – e la politica di investimenti, che deve necessariamente essere in primo luogo pubblica (MAZZUCATO, *Lo Stato innovatore*, Roma-Bari 2014).

Molto problematici, infine, sono i rapporti tra le scelte d'indirizzo dei soci pubblici e l'autonomia di gestione delle società controllate che gestiscono pubblici servizi.

È questo, notoriamente, un campo privilegiato per le ingerenze politiche (o meglio: dell'affarismo politico) nella gestione, che spesso si traducono in disastri gestionali ed elevatissimi deficit (è il caso della gestione dei rifiuti, da parte dell'AMA, a Roma) o in un prepotente *spoils system* (come la sostituzione immotivata di amministratori dell'ACEA da parte dell'attuale sindaco di Roma).

L'unico rimedio in materia è da un lato il massiccio *disboscamento* della giungla delle partecipate e dall'altro la limitazione *ex lege* delle ingerenze politiche alla sola somministrazione di indirizzi compatibili con l'economicità della gestione.

3. I cenni che precedono spiegano l'affaticarsi degli studiosi per ricostruire un quadro sistematico, allo stato di assai difficile configurazione: si trovano infatti di fronte ad una sorta di *sciarada* giuridica.

Quel che è certo è l'assoluta necessità di abbandonare i paradigmi giuridici di un relativamente recente passato. Per fare un esempio illustre (ed un omaggio) una sistemazione dogmatica come quella di U. Pototschnig (*I pubblici servizi*, Padova 1964) – all'epoca d'avanguardia – sembra avere ben più di cinquant'anni: *medio tempore* sono mutate più volte, nel frattempo, tutte le coordinate, a partire dalla "costituzione economica" nazionale, che in materia faceva perno sull'art. 43 della Costituzione, il quale sembra ormai "andato in desuetudine" (IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, V ed., Roma-Bari 2009).

Anche per gli studiosi la transizione al futuro è perciò travagliata e gli approdi sono nebulosi, ma l'importante è la rotta da tenere nel viaggio, che per i giuristi dev'essere il sincretismo dogmatico e l'approccio realistico.

Sandro Amorosino

*Ordinario di Diritto dell'Economia
nell'Università La Sapienza di Roma*

IL NUOVO CODICE DELLE ASSICURAZIONI PRIVATE E IL FUTURO DELLA VIGILANZA SULLE ASSICURAZIONI*.

*(The new Private Insurance Code and the future
of the supervision on insurance companies)*

ABSTRACT: *This paper analyses the impact of Solvency on the Italian regulatory framework of the insurance industry. The Authors go deep into the principle of supervising, and then focus on the transparency and accountability of the public intervention of control. The research will show the foundations of the new three pillars, focusing on the governance standards and the internal controls, taking into account the role of the information in these processes.*

The conclusion will try to forecast the future guidelines of the supervision, focusing on the need for further regulatory intervention aimed to set an higher integration of the EU market for insurances.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. L'impatto di Solvency 2 sul CAP. - 3. Le nuove finalità della Vigilanza. - 4. I Principi generali della Vigilanza. - 5. Trasparenza e responsabilità dell'attività di vigilanza. - 6. Il nuovo sistema di solvibilità: il Primo pilastro. - 7. Il Secondo e il terzo pilastro: la governance, i controlli interni, la gestione dei rischi e l'informativa al pubblico e all'O.d.V. - 8. La cooperazione nell'esercizio della vigilanza sul gruppo. - 9. Cosa ci riserva il futuro?

1. Penso che un mio apporto al dibattito su come la normativa europea abbia contribuito all'evoluzione e trasformazione della legge nazionale in campo assicurativo debba necessariamente partire dall'illustrazione delle modifiche re-

* Pur essendo questo studio frutto di un lavoro comune di ideazione e revisione, i parr. 6, 7 e 8 sono attribuibili a Patrizia Rosatone, i restanti a Enrico Galanti. Le opinioni espresse dagli autori non impegnano l'Istituto di appartenenza. Lo scritto è stato utilizzato per l'intervento di E. Galanti al Convegno Italian Banking and Financial Law in the Light of the European Banking and Capital Markets Unions Roma - Università La Sapienza 30.6.2015. Contributo approvato dai revisori.

centemente introdotte nel CAP al fine di recepire la Direttiva Solvency 2¹. In questo mio intervento sintetizzerò un più ampio scritto, che lascio agli atti del Convegno, dedicato a una prima lettura delle norme di recepimento.

Analizzerò dapprima l'impatto che il recepimento delle nuove disposizioni europee ha avuto sul CAP e sul sistema delle fonti del settore, facendo alcuni paragoni con quanto è avvenuto in quello bancario e finanziario (par. 2). Seguirà un esame delle nuove finalità e dei nuovi principi generali della vigilanza, anche qui con comparazioni intersettoriali rispetto alle omologhe disposizioni del TUB e del TUF (parr. 3 e 4). Mi soffermerò quindi sui nuovi principi di trasparenza e responsabilità delle autorità di controllo (par. 5) per poi esaminare il nuovo sistema di Solvibilità (c.d. primo pilastro par. 6); la *governance*, i controlli interni, la gestione dei rischi secondo pilastro e l'informativa al pubblico e all'autorità di controllo (terzo pilastro, par. 7). Le nuove disposizioni in materia di vigilanza sul gruppo (par. 8) chiudono la parte dell'intervento dedicata alla sintetica descrizione e al commento delle nuove disposizioni. Un ultimo paragrafo (n. 8) è dedicato ad alcune speculazioni sul futuro con particolare riferimento allo scenario della vigilanza a livello UE.

2. La Direttiva Solvency II segue l'impianto *Lamfalussy*²: si tratta quindi di una Direttiva quadro di primo livello che contiene principi generali che sono stati recepiti nel CAP. Un secondo livello di normativa europea è costituito da Atti Delegati (prevalentemente Regolamenti immediatamente applicabili in tutti gli Stati membri) e da standard tecnici emanati dalla Commissione UE e diretta-

¹ Cfr. Direttiva 2009/138/CE del 25.11.2009 recepita nel ns. ordinamento con d. lgs. 12.5.2015, n. 74, in S.O. GURI n. 136 del 15.6.2015.

² Per esser precisi la Direttiva 2009/138/CE rappresenta la rifusione (*recast*) di numerose preesistenti direttive: la parte davvero nuova (cioè Solvency II) è l'unica a seguire veramente il modello Lamfalussy.

mente applicabili a livello nazionale. Il quadro normativo è completato dalle Linee Guida EIOPA di terzo livello che dovranno essere recepite dall'IVASS tramite Regolamenti. Una parte di questa normativa EIOPA di terzo livello riguarda aree attualmente disciplinate da decreti ministeriali (come, ad es. la materia dei requisiti di onorabilità) per le quali l'IVASS aveva proposto, nella bozza di recepimento trasmessa al MISE, il trasferimento della competenza all'Istituto stesso da estrinsecarsi nell'adozione di Regolamenti IVASS attuativi delle citate Linee Guida EIOPA. Tale impostazione risultava del tutto coerente con l'attribuzione all'IVASS della competenza generale a recepire in sede nazionale la normativa europea che sarà adottata – ad ogni livello – in attuazione della direttiva quadro, trattandosi di materie strettamente tecniche ed intimamente connesse alle finalità ed agli obiettivi dell'azione di vigilanza nei limiti in cui è necessario individuare quali requisiti siano effettivamente necessari per garantire la sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione. Di questa parte della proposta non si è però tenuto conto e, nella versione finale del d.lgs. n. 74/2015 di modifica del CAP, la materia dei requisiti di onorabilità rimane disciplinata da un decreto del MISE, da adottarsi sentito l'IVASS. Ciò analogamente a quanto accaduto nel TUB e nel TUF in cui la materia – anche dopo le modifiche introdotte per l'attuazione delle direttive UE³ - è disciplinata con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, sentite rispettivamente la Banca d'Italia e la CONSOB. Unica eccezione alla regola è dettata dallo stesso CAP in quanto per le c.d. imprese locali e per le particolari mutue assicuratrici – sottratte alla normativa Solvency II, come vedremo meglio in seguito - è l'IVASS ad individuare con regolamento le condizioni di accesso all'esercizio dell'attività assicurativa tra cui si

³ Cfr. d.lgs. 12 maggio 2015 n. 72 (in Gazz. Uff., 12 giugno 2015, n. 134). - Attuazione della direttiva 2013/36/UE, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, per quanto concerne l'accesso all'attività degli enti creditizi e la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento. Modifiche al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 e al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

annoverano i requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza dei titolari di partecipazioni rilevanti e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, controllo e direzione all'interno dell'impresa stessa.

Si può quindi osservare come la nuova normativa europea stia comportando un cambiamento nell'assetto stesso delle fonti della disciplina nazionale. Nell'ottica di addivenire ad un'armonizzazione sempre più estesa della disciplina di settore, alla Direttiva viene riservata la normazione di principio atta a definire a grandi linee il quadro normativo e a disciplinare i principali istituti di vigilanza prudenziale mentre la regolazione di dettaglio viene demandata a Regolamenti delegati della Commissione emanati ai sensi dell'art. 290 del TFUE, secondo il quale: *“Un atto legislativo può delegare alla Commissione il potere di adottare atti non legislativi di portata generale che integrano e modificano determinati elementi non essenziali dell'atto normativo”*. Nel caso di specie si tratta del Regolamento n. 2015/35 pubblicato nella GUUE DEL 17.1.2015 nel quale il mandato a integrare e modificare la Direttiva base è stato inteso in modo molto ampio. Si tratta infatti di un testo normativo assai esteso e dettagliato che consta di ben 381 articoli e 25 allegati (alcuni dei quali a contenuto prettamente tecnico, come quelli che stabiliscono i coefficienti di correlazione) che prendono in considerazione e specificano tutti gli aspetti della Direttiva, dalla valutazione dei requisiti patrimoniali basati sul rischio (primo pilastro), al rafforzamento della governance (secondo pilastro), alla maggiore trasparenza (terzo pilastro). In questo modo il mercato unico assicurativo si dota di una disciplina veramente uniforme dato che il Regolamento è immediatamente applicabile in tutti gli Stati membri.

Da notare, inoltre, come il secondo e il terzo livello di regolamentazione siano affidati a standard tecnici (*Implementing Technical Standard - ITS*) e linee guida (GL) EIOPA destinati i primi ad essere emanati dalla Commissione e le se-

conde a essere recepite con Regolamenti IVASS⁴. Per agevolare i lavori dei Gruppi EIOPA impegnati nella loro definizione ITS e GL sono stati suddivisi in due set. Il primo comprende 6 ITS di tipo procedurale (es. le procedure di approvazione di un modello interno) e 19 gruppi di GL (per un totale di 432) che spaziano dalle valutazioni, ai fondi propri al *Solvency Capital Requirement (SCR)*, i modelli interni, i collegi il processo di revisione prudenziale. Il secondo comprende 11 ITL e 10 gruppi di GL (per un totale di 270). Quindi anche questi secondo e terzo livello, destinati ad accogliere la normativa a carattere più prettamente tecnico, si basano su due differenti tipi di strumenti uno di carattere più immediato e uniformemente applicabile: gli ITS, elaborati dall'EIOPA ed emanati dalla Commissione e l'altro più flessibile: le GL che devono essere recepite nei singoli ordinamenti nazionali con normativa dell'autorità di settore. In questo caso, come si è notato, la necessità che le GL siano recepite con Regolamenti dell'autorità tecnica (in Italia l'IVASS) è coerente con il tipo di organizzazione della vigilanza a livello europeo e con le esigenze di convergenza e di uniformità nell'esercizio dei poteri di supervisione nel mercato assicurativo europeo⁵.

In questi livelli, che potremmo definire di attuazione tecnica, la disciplina è quindi o direttamente europea (EIOPA e Commissione per gli ITS) oppure europea e delle autorità di controllo nazionali (GL). E' questo il livello proprio della normativa secondaria di settore, più soggetta a cambiamenti a seconda delle esigenze della vigilanza prudenziale che, d'ora innanzi, sarà quindi connotata da

⁴ Una differenza importante fra ITS e GL è che i primi sono sempre vincolanti per tutti gli stati membri mentre le seconde sono soggette al processo c.d. di "*comply or explain*" per il quale uno stato membro potrebbe decidere di non osservarle dandone adeguata spiegazione.

⁵ L'enorme numero (60) e complessità dei documenti che hanno formato la base degli atti di implementazione della Solvency 2 è stato diviso nei seguenti cinque capitoli: 1. Misure di primo Pilastro (requisiti quantitativi); 2. Misure sui modelli interni; 3. Requisiti di *governance*; 4. Requisiti di *reporting*; 5. Requisiti sulla supervisione di gruppo.

un alto grado di uniformità in tutto il mercato europeo che, anche grazie a questa unificazione delle fonti della normativa secondaria, diverrà veramente “unico”. Si tratta di una novità positiva e di non poco conto visto che sinora l’attuazione delle direttive di settore non aveva impedito che si instaurassero diverse prassi di vigilanza, guidate da una normativa secondaria non perfettamente allineata. Tutto questo ora dovrebbe venir meno e le singole autorità nazionali sono chiamate a far valere le loro specificità nella fase ascendente di formazione degli ITS e delle GL.

In questo nuovo assetto normativo e istituzionale basato su tre livelli⁶, normativa europea e normativa nazionale risultano fuse e strettamente connesse, sia a livello primario che regolamentare. Ciò sottolinea ancor più l’unità fra diritto europeo e diritto nazionale e l’appartenenza delle autorità del centro e di quelle della “periferia” a un unico sistema “a rete”.

Il rovescio della medaglia di questa maggior uniformità è quello di un’eccessiva complessità sia di livelli di produzione normativa sia del numero e del contenuto delle disposizioni prodotte⁷.

Se ci si interroga sulle cause di questo eccesso di produzione e dell’aumento di complicazione intrinseca ci si accorge che essa è in parte figlia della crisi e del tentativo delle autorità di dare ad essa una risposta e di prevenire analoghi eventi in futuro⁸. Così può, in effetti, spiegarsi tutta la nuova normativa in materia di vigilanza macroprudenziale e le relative nuove sedi istituziona-

⁶ Nel corso della II Sessione del Convegno il carattere multilivello delle normazione europea è stato efficacemente illustrato, per quanto riguarda il settore bancario ma con considerazioni estendibili anche agli altri, dall’avvocato generale della Banca d’Italia, Marino Perassi.

⁷ Questo eccesso di produzione di una normativa complessa è stato denunciato da più relatori. Marino Perassi ha ad es. parlato di “alluvione” e “giungla normativa”. La prof.ssa Niamh Moloney (LSE) ha parlato di “alphabet soup” riferendosi agli acronimi delle molte autorità.

⁸ Questo aspetto è stato evidenziato da Perassi nella sua relazione. Per l’individuazione delle crisi come uno dei principali “motori” della legislazione bancaria e finanziaria cfr. GALANTI, *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 2008, p. 2 ss.

li.

Diamo un'occhiata a questo scenario con riferimento al settore assicurativo. Questa sembra essere stata anche una delle cause del crescente tecnicismo della normativa chiamata a regolare mercati e prodotti sempre più complessi. Essendo la normativa di vigilanza prudenziale molto legata alle specificità dei singoli settori ciò ha comportato anche un aumento delle diversità fra le varie normative di settore che ha portato ad una loro divaricazione con conseguente difficoltà di realizzare eventuali progetti di unificazione.

Alla Direttiva e alla legge primaria che la recepisce è riservata la normazione di principio. Basta tuttavia dare uno sguardo alla Direttiva e alle modifiche che sono state introdotte nel CAP per recepirla per rendersi conto che si tratta di una normazione “di principio” che raggiunge una notevole estensione e un forte grado di dettaglio. La Direttiva 2009/138/CE del 25.11.2009, infatti, come modificata dalla successiva Direttiva 2014/51/UE, è estremamente particolareggiata (consta di 312 articoli e sette allegati) e copre tutto il ciclo di attività delle imprese di assicurazione e riassicurazione e tutti gli aspetti della vigilanza su di esse (accesso, fondi propri, requisito di solvibilità con formula standard e modelli interni, particolari forme di assicurazione e riassicurazione, vigilanza di gruppo, risanamento e liquidazione).

Di conseguenza, anche lo stesso CAP, dopo l'intervento di recepimento è sostanzialmente mutato presentando una struttura assai più articolata e “appesantita” dall'inserimento di numerosi nuovi articoli con l'utilizzo della numerazione latina (*bis, ter, quater* e così via) che ne rende difficile e farraginoso la consultazione. Sarebbe in effetti auspicabile – e l'IVASS ha infatti auspicato presso il Ministero senza che questo suo suggerimento potesse essere accolto già nel decreto di attuazione della direttiva Solvency II, – una riedizione completa del CAP con una ri-numerazione “pulita” degli articoli. Comunque, a parte

questa considerazione di tecnica legislativa formale, la prima impressione che si ha di fronte al nuovo CAP è quella di trovarsi alle prese con un manuale di Istruzioni di Vigilanza tanto il recepimento della direttiva ha costretto il legislatore a scendere nel dettaglio dei nuovi istituti di (si pensi, ad es., a tutta la normativa in materia di valutazione degli attivi e delle passività per fini di vigilanza sulla solvibilità).

La normazione europea e l'esigenza che essa sia attuata in modo uniforme in tutto il mercato unico ha quindi portato a una legificazione delle regole tecniche e a un loro spostamento dalla normazione secondaria a quella primaria. Ci si può domandare se non sarebbe stato possibile e conveniente procedere al recepimento della Direttiva prevalentemente tramite normativa secondaria (Regolamenti IVASS) evitando così di appesantire il CAP e di esporlo, verosimilmente, a frequenti cambiamenti derivanti dalle future modifiche della normativa UE. In questa fase, quella del legislatore italiano sembra tuttavia esser stata una scelta obbligata atteso che il sistema della Direttiva, imperniato, come si è visto, su tre distinti livelli normativi, imponeva praticamente di riservare alla legge primaria il recepimento della Direttiva anche se l'estrema minuzia di quest'ultima si è riflessa sulla struttura e l'articolazione del CAP che è, di conseguenza, ancor più diventato un contenitore di regole tecniche di dettaglio.

Si può quindi osservare che mentre negli anni novanta del secolo scorso il recepimento delle direttive comunitarie (II Direttiva banche, Eurosim) fu l'occasione – tutta nazionale atteso che a la CEE e l'UE si sono sempre disinteressate del livello primario o secondario della normativa nazionale di recepimento - per procedere (con il TUB del 1993 e il TUF del 1998) ad un accorpamento della normativa primaria e a un suo sfolgimento mediante delegificazione (si pensi, ad es. alla materia dei requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti e degli azionisti rilevanti), il recepimento della Solvency 2, segna, al

contrario, il prevalere, per i motivi che abbiamo visto, dello strumento della normazione primaria⁹.

All'operatore e all'interprete non resta quindi che prendere atto di questa nuova struttura delle norme di settore, tutta incentrata sulla produzione delle regole a livello europeo. Le norme della Direttiva (sempre più dettagliate onde garantire una loro applicazione uniforme) si trasferiscono, con poche opzioni discrezionali, nella legge nazionale (CAP) mentre all'autorità europea di settore (l'EIOPA), alla quale partecipano le autorità nazionali coinvolte nella fase ascendente di formazione del diritto dell'Unione, detta la normativa tecnica di dettaglio che viene emanata dalla Commissione (ITS) o recepita tramite regolamenti IVASS (GL). Questo sistema di produzione normativa si basa sulla rete delle autorità di controllo nazionali che, a livello europeo, confluiscono nell'EIOPA.

Se facciamo un paragone fra le modifiche apportate al CAP dal d. lgs. di recepimento della Solvency II e quelle introdotte nel TUB da quello di recepimento della CRD IV notiamo che quest'ultime sono meno invasive dato che la Banca d'Italia con la circolare del 17 dicembre 2013 n. 285 e successivi aggiornamenti ha quindi già dato attuazione alle disposizioni della Direttiva in tema di: accesso al mercato e struttura (inclusa la disciplina dell'autorizzazione all'attività bancaria e dei gruppi bancari, nonché l'operatività transfrontaliera con stabilimento di succursali e in libera prestazione dei servizi); misure prudenziali (incluse le disposizioni sulle riserve di capitale aggiuntive); processo prudenziale; informativa al pubblico Stato per Stato; governo societario, controlli interni, gestione dei rischi; politiche e prassi di remunerazione e incentivazione. La normativa primaria è stata quindi utilizzata solo invece laddove il recepimento della

⁹ Si tratta, ovviamente, di una tendenza prevalente il che non toglie che alcune parti della Direttiva, che la vigente normativa italiana delegava a Regolamenti IVASS, saranno effettivamente recepiti mediante tale strumento (ad esempio alcuni articoli della Direttiva sulla vigilanza sui gruppi non sono nel CAP ma saranno contenuti in un Regolamento IVASS).

CRD IV comporta la modifica delle disposizioni del T.U.B.

Per rispondere alla domanda che caratterizza questa sessione del Convegno ossia se si vada o meno verso “l’omogeneizzazione dell’attività finanziaria” si può notare come la struttura delle due leggi primarie di settore (TUB e CAP) sia andata ulteriormente divaricando per effetto del recepimento delle Direttive UE. Il CAP si è, per questo aspetto, differenziato dal TUB e dal TUF perdendo quella caratteristica (che continua invece a caratterizzare i due t.u.) di essere essenzialmente una legge di “allocazione di poteri” che trasferiva la regolamentazione di dettaglio alle norme secondarie emanate dalle autorità di controllo. Questa asimmetria strutturale, in un certo qual modo, allontana la prospettiva di addivenire ad un testo “unico dei testi unici” che – ferma restando l’autonomia delle singole autorità di controllo -raccolga insieme TUB, TUF e CAP, opera che, a questo punto, risulterebbe eccessivamente complessa e darebbe vita a un corpo normativo troppo esteso e “ingestibile”¹⁰. Rimane invece un filone di ricerca importante – e nello stesso tempo un obiettivo per il legislatore e le autorità di controllo – quello di arrivare a un’uniformazione di quelle parti delle varie leggi di settore che non hanno motivo di essere differenti. E’, in altre parole, quell’assicurare *“la piena integrazione dell’attività di vigilanza nel settore assicurativo, anche attraverso un più stretto collegamento con la vigilanza bancaria”* voluta dalla legge istitutiva dell’IVASS (art. 13 d.l. n. 95/2012).

L’omogeneizzazione è invece sempre più spinta se si guarda all’industria ed al mercato. Essa è, a monte, a livello di assetti proprietari con i conglomerati

¹⁰ Ciò anche se l’accorpamento consentirebbe di dettare norme uniche su di una serie di argomenti sui quali identica o simile è la disciplina dei singoli testi. Si pensi, solo per fare qualche esempio, a materie come il segreto d’ufficio, la pubblicazione dei provvedimenti, le partecipazioni, i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza, alla disciplina delle crisi, alle sanzioni penali in materia di abusivismo e così via. L’accorpamento consentirebbe inoltre di riflettere sulle disposizioni che possono (anzi devono) essere uguali per tutti e quelle dove ha invece senso una differenziazione cosa che, come si noterà fra breve nel testo, può - e anzi dovrebbe - esser fatta anche mantenendo l’autonomia dei tre corpi normativi.

finanziari che possono essere considerati il prodotto della ricerca di crescenti economie di scala e la risposta alla globalizzazione della competizione, per lo meno a livello continentale. L'omogeneizzazione è anche a valle, nella distribuzione, si pensi al fenomeno della *bancassurance*.

Questa divaricazione fra una crescente omogeneizzazione a livello di industria e di mercato e una crescente complessità e diversità delle norme prodotte da un rilevante numero di autorità (a livello nazionale e europeo) crea una tensione crescente fra l'industria stessa – che denuncia gli eccessivi costi da regolamentazione e l'eccessivo numero di autorità con le quali un operatore, specie multinazionale, deve interagire. E' questa della semplificazione una sfida alla quale occorre dare quanto prima una risposta.

3. Dopo questo inquadramento generale, che dovrebbe darci un'idea della nuova architettura della normativa in materia assicurativa, passiamo ora a vedere più da vicino le più importanti modifiche di sostanza introdotte nel CAP per recepire la Direttiva Solvency II.

Direi senz'altro che la modifica più importante riguarda le finalità e i principi generali della vigilanza. Qui si trattava di recepire gli artt. 27 e 29 della Direttiva. Il Primo stabilisce che *“Gli Stati membri garantiscono che le autorità di vigilanza dispongano dei mezzi necessari e posseggano relative conoscenze, capacità e mandato per raggiungere l'obiettivo principale della vigilanza, ovvero la tutela dei contraenti e dei beneficiari.”* Mentre il secondo detta alcuni principi generali ai quali si deve ispirare l'esercizio in concreto dei poteri di vigilanza, prima assenti nel nostro ordinamento¹¹.

¹¹ Chi avesse ancora dei dubbi sul fatto che le norme su finalità e obiettivi delle autorità di controllo hanno un enorme incidenza pratica – in quanto guida concreta e quotidiana delle prassi di vigilanza e parametro del controllo giudiziale – potrebbe leggere la recente e importante sentenza del 16.6.2015 con la quale La Corte di giustizia UE, su richiesta della Corte costituzionale

Ma iniziamo dalle finalità della vigilanza. La Direttiva fa una scelta di campo precisa individuando nella *“tutela dei contraenti e dei beneficiari”* l’obiettivo principale della vigilanza e imponendo quindi di “declassare” gli altri obiettivi eventualmente previsti negli ordinamenti nazionali a scopi secondari o a strumenti per perseguire l’obiettivo primario¹².

Vediamo come il legislatore nazionale ha adempiuto a quest’obbligo leggendolo il nuovo art. 3 del CAP, dedicato appunto alle Finalità della vigilanza, secondo il quale: *“Scopo principale della vigilanza è l’adeguata protezione degli assicurati e degli aventi diritto alle prestazioni assicurative. A tal fine l’IVASS persegue la sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione e riassicurazione, nonché, unitamente alla Consob, ciascuna secondo le rispettive competenze, la loro trasparenza e correttezza nei confronti della clientela. Altro obiettivo della vigilanza, ma subordinato al precedente, è la stabilità del sistema e dei mercati finanziari.”*. La norma, coerentemente con la disposizione UE, individua quindi *“l’adeguata protezione degli assicurati e degli aventi diritto alle prestazioni assicurative”* come scopo principale della vigilanza. Strumenti (o obbiettivi intermedi) per perseguire questo scopo sono da un lato *“la sana e prudente gestione delle imprese”* e quindi tutto l’apparato della vigilanza prudenziale ristrutturato appunto da Solvency II¹³ e, dall’altro, la *“trasparenza e correttezza nei confronti*

tedesca, si è pronunciata sulla compatibilità delle OMT della BCE con il diritto UE, pronuncia tutta giocata sul filo delle finalità che l’ordinamento europeo assegna alla BCE.

¹² E’ interessante notare come questo accento posto sulla tutela del consumatore sia un *trend* a livello globale, come nota il Rapporto NORTON ROSE FULBRIGHT 2015 – *what is on the horizon for the insurance industry?*, secondo il quale: *“our horizon-scanning has found that regulatory focus is firmly on consumer protection and improved conduct across the European Union and also in Australia and South Africa.”*

¹³ Sul significato, anche endonegoziale e per il singolo contraente, della sana e prudente gestione intesa come: *“capacità di gestire tecnicamente le proprie risorse, comprese quelle provenienti dagli apporti mutualistici, in modo da rendersi puntualmente solvibile a fronte della possibile verifica, anche catastrofale e congiunta, dei rischi contrattualmente assunti.”*, cfr. HAZAN, in HAZAN – TAURINI, *Assicurazioni private*, Milano, 2015, p. 21 ss., prospettiva questa

della clientela”. Si può osservare come questi due diversi strumenti operino con pari dignità. Vigilanza microprudenziale sull’impresa atta a assicurarne la stabilità e tutela della trasparenza e correttezza nei confronti della clientela convergono quindi nell’obiettivo di garantire un’adeguata protezione agli assicurati e agli aventi diritto alle prestazioni assicurative.

In linea teorica questi diversi strumenti, essendo destinati a perseguire un unico obiettivo, non dovrebbero poter entrare in conflitto fra di loro e l’eventuale contemperamento di aspetti potenzialmente confliggenti del loro utilizzo è lasciato al prudente apprezzamento dell’autorità di controllo. I due tipi di strumenti differiscono per struttura e destinatari. La vigilanza microprudenziale ha come destinatarie dirette le imprese e come obiettivo immediato la loro stabilità. Gli assicurati e gli aventi diritto alle prestazioni (in altre parole i consumatori di prodotti assicurativi e i beneficiari delle relative prestazioni) sono tutelati solo indirettamente e di riflesso dall’azione di vigilanza prudenziale che dovrebbe garantire loro di avere come controparti imprese solide e solvibili anche se, come consumatori, essi ne sopportano, in ultima analisi, i costi che tendono a essere traslati su di loro. E’ questo un tema al quale sempre più le autorità di controllo dovranno dedicare attenzione: quello dei costi e dell’efficienza dell’azione di vigilanza.

La trasparenza e correttezza nei confronti della clientela tocca invece direttamente il rapporto impresa-cliente e tende a riequilibrarlo a favore del secondo. Si tratta della tutela del consumatore che trova la sua fondamentale base normativa nelle norme del Titolo XIII del CAP significativamente intitolato *“Trasparenza delle operazioni e protezione dell’assicurato”*, con particolare riferimento alle regole di comportamento (art. 183 CAP). Il nuovo approccio della

che, ponendo l’accento sugli obblighi di garanzia assunti dall’assicuratore, si riverbererebbe, fra l’altro, sulla natura non aleatoria del contratto di assicurazione.

norma sulle finalità è importante: la tutela del consumatore, l'azione "consuméristica" dell'autorità di controllo non è più un obiettivo primario della Vigilanza ma uno strumento (o un obiettivo intermedio) che deve convergere, insieme alla supervisione microprudenziale, nel realizzare l'obiettivo dell'adeguata protezione. La protezione è quindi adeguata quando realizza un mix equilibrato di azioni tese da un lato alla stabilità dell'impresa e dall'altro alla corretta instaurazione dei rapporti contrattuali e alla tutela del consumatore inteso come parte debole.

In questo campo vi è un forte punto di contatto fra i poteri dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM) in materia di pratiche commerciali scorrette che, ai sensi del nuovo comma 1-*bis* dell'art. 27 del Codice del consumo (d. lgs. n. 206/2005), sono ormai trasversali a tutti i settori regolati e prevalgono su quelli dell'*authority* di regolazione settoriale. Il coordinamento fra AGCM e autorità di settore è affidato dalla legge allo strumento dei protocolli d'intesa che però hanno regolato per lo più aspetti meramente procedurali evitando di procedere a quell'*actio finium regundorum* che, forse, l'interprete e l'operatore di mercato si sarebbero aspettati. Le autorità interessate hanno invece, evidentemente, preferito non legarsi le mani *ex ante* con esercizi teorici e lasciare, molto pragmaticamente, che questa divisione dei compiti venga dallo sviluppo della prassi e dalla loro azione "sul campo".

Quello che dall'angolo visuale della concreta azione di vigilanza è dato di osservare sinora, per quanto riguarda i rapporti fra IVASS e AGCM, è che, nel caso che il comportamento scorretto riguardi un solo intermediario, sembrerebbe che sia per lo più l'autorità di settore ad agire (informando l'AGCM) anche perché spesso problemi di trasparenza e correttezza sono strettamente connessi ad aspetti prudenziali, specie sul fronte della carenza dei controlli interni. Un altro settore in cui l'azione dell'IVASS continua a mantenere una certa centralità,

sempre in stretto coordinamento con l'AGCM, è quello delle pratiche che, pur non essendo etichettabili con sicurezza come "scorrette", violano le regole di comportamento prescritte dall'art. 183 CAP. Si pensi alle iniziative del tipo: "Sei assicurato e non lo sai" sulle polizze abbinata alle utenze di gas, luce ed acqua; a quelle in materia di assicurazione gratuita abbinata all'acquisto di una nuova auto; ai comportamenti in materia di vendita di polizze protezione dei mutui (PPI).

Secondo la nuova disposizione, infine, *"la stabilità del sistema e dei mercati finanziari"* è un *"altro obiettivo della vigilanza, ma subordinato al precedente"*. La c.d. Vigilanza macroprudenziale diventa quindi un obiettivo secondario delle autorità di controllo esplicitamente subordinato a quello dell'adeguata protezione degli assicurati e degli aventi diritto alle prestazioni assicurative il che significa che, in caso di potenziale conflitto fra i due obiettivi, quello principale dovrebbe prevalere. In linea di principio, tuttavia, un conflitto fra i due obiettivi non dovrebbe sussistere; anzi, essi sembrano essere in rapporto fra di loro sinergico. L'efficienza, la competitività, la stabilità e il buon andamento del sistema nel suo complesso, infatti, da un lato si alimentano e si fondano sulla stabilità delle singole imprese (vigilanza microprudenziale) e, dall'altro, non sono in contraddizione con la tutela del consumatore (inteso come parte debole). L'ottica "micro" che consente di perseguire direttamente l'obiettivo dell'adeguata tutela converge quindi e ben si sposa con quella "macro" in un'azione necessariamente complementare.

Nel nuovo assetto delle finalità della Vigilanza assicurativa post recepimento Solvency II risalta la differenza fra le finalità delle Vigilanza come sancite dal TUB e dal TUF.

Ai sensi dell'art. 5, comma 1 TUB, infatti: *"Le autorità creditizie esercitano i poteri di vigilanza a esse attribuiti dal presente decreto legislativo, avendo riguardo alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità compless-*

siva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario nonché all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia.”. D'altro canto il nuovo art. 127, comma 01 (risultante dalle modifiche introdotte con il d. lgs. 13.8.2010, n. 141) stabilisce che: *“Le Autorità creditizie esercitano i poteri previsti dal presente titolo avendo riguardo, oltre che alle finalità indicate nell'articolo 5, alla trasparenza delle condizioni contrattuali e alla correttezza dei rapporti con la clientela. A questi fini la Banca d'Italia, in conformità delle deliberazioni del CICR, può dettare anche disposizioni in materia di organizzazione e controlli interni.”*. Quindi nel TUB, analogamente a quanto era previsto anche nel CAP prima delle ultime modifiche, non vi è una gerarchia fra le finalità della vigilanza che sono poste tutte sullo stesso piano e sono: *a) la sana e prudente gestione (vigilanza microprudenziale); b) la stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario (vigilanza macroprudenziale); c) l'osservanza delle disposizioni in materia creditizia (quella che potremmo definire vigilanza di compliance) che compare anche nel TUF ma non nel CAP, ove essa figura invece, come vedremo, nei “Principi generali” della Vigilanza; d) la trasparenza delle condizioni contrattuali e la correttezza dei rapporti con la clientela (questa definizione è assai simile a quella del CAP e differisce invece da quella del TUF)¹⁴. Si noti come quest'ultima finalità risulti storicamente “aggiunta” alle altre - a coronamento di un processo iniziato nel 1992 con il recepimento di una Direttiva comunitaria in materia di trasparenza - e, nel sistema del TUB, pur affiancata alle altre finalità,*

¹⁴ Il quale TUF, a sua volta, reca una struttura delle finalità della vigilanza più simile a quella del TUB, nel senso che essa è un'elencazione non caratterizzata da gerarchia o preminenza di una finalità sulle altre. Le finalità sono a loro volta divise per categorie trasversali che servono a distinguere la competenza Banca d'Italia (contenimento del rischio, stabilità patrimoniale, sana e prudente gestione) da quella CONSOB (trasparenza e correttezza dei comportamenti). Per facilitare un immediato confronto col CAP e il TUB, riportiamo l'elenco delle finalità della vigilanza di cui all'art. 5, comma 1 TUF: *“a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria.”*.

non abbia valenza generale perché entra in gioco esclusivamente nell'esercizio dei poteri previsti dal titolo relativo alla Trasparenza.

Ritengo che questa differenza fra CAP e TUB nel delineare le finalità della vigilanza - confermata nella nuova versione del TUB come delineata dal d. lgs. 12.5.2015, n. 72 di recepimento della CRD IV che non è intervenuto sulle finalità della vigilanza - non sia casuale. Essa riflette, in qualche modo, la diversità degli intermediari bancari e assicurativi. Per i primi, infatti, le problematiche relative alla stabilità sono più importanti, atteso che la rischiosità dell'attivo può essere un elemento oggettivo di maggior vulnerabilità. Per i secondi, invece, affidato il presidio della stabilità a istituti come le riserve, il coefficiente di solvibilità, la quota di garanzie e attesa la complessità tecnica dei prodotti, diventa preminente *“l'adeguata protezione degli assicurati e degli aventi diritto alle prestazioni assicurative”*¹⁵. Quest'ultimo può essere definito un vero e proprio meta-obiettivo (o obiettivo di ordine superiore) al perseguimento del quale vengono funzionalizzati gli obiettivi secondari (o strumenti) della sana e prudente gestione e della trasparenza e correttezza nei confronti della clientela.

Se questa, leggera ma significativa, differenziazione fra le finalità della vigilanza ha un senso, in quanto riflette una diversità degli intermediari soggetti a supervisione, allora questa ci sembra un'altra ragione, insieme a quella prima

¹⁵ La primazia del meta-obiettivo dell'adeguata protezione non deve far però dimenticare l'importanza della vigilanza di stabilità micro e macro prudenziale, ricordata anche dal Governatore della Banca d'Italia in sede di Considerazioni finali lette il 26.5.2015, ove viene notato che: *“Gli stress test condotti nel 2014 in sede europea indicano che l'esposizione delle compagnie di assicurazione ai rischi di una fase prolungata di bassi tassi di interesse è significativa in alcuni paesi dell'area; è più contenuta per le imprese italiane grazie a una struttura di bilancio sostanzialmente equilibrata. Per ridurre tali rischi le compagnie possono ricercare un maggiore allineamento dei rendimenti e della durata finanziaria delle attività e passività di bilancio, migliorare i risultati delle gestioni attraverso la diversificazione delle attività in portafoglio, accrescere le riserve tecniche, adattare al mutato contesto di mercato, ove necessario, gli impegni nei confronti degli assicurati. Alle autorità spetta il compito di rafforzare l'azione di vigilanza e i presidi prudenziali, come raccomandato dall'Autorità europea per le assicurazioni e i fondi pensione.”*

individuata della crescente complessità dei testi normativi, che milita a favore di non procedere alla fusione dei compendi legislativi (il c.d. t.u. dei t.u.).

Ed è proprio da questa diversità fra i due tipi di vigilanza che sembra essere partito il legislatore istitutivo dell'IVASS che si è esplicitamente posto l'obiettivo di: *“assicurare la piena integrazione dell'attività di vigilanza nel settore assicurativo, anche attraverso un più stretto collegamento con la vigilanza bancaria”* (art. 13 d.l. n. 95/2012). Integrazione e coordinamento postulano infatti una diversità di fondo che pure tende a colmarsi attraverso appunto l'integrazione che è fatta di condivisione di metodi e procedure. Nel caso dell'IVASS e della Banca d'Italia integrazione e coordinamento sono affidati a una singolare unione al vertice imperniata su due organi collegiali decidenti diversi ma connessi (il Direttorio Bdl e il Direttorio Integrato IVASS). Si tratta di un modello inedito (anche a livello di scienza dell'organizzazione pubblica) che presenta tratti di forte originalità (Il Presidente IVASS che è anche D.G. di Bdl come organo monocratico è, in qualche modo, subordinato al Direttorio Integrato, organo collegiale) e sta funzionando proprio nel dare risposte coerenti e tempestive alle problematiche che sorgono in due mercati (quello bancario e quello assicurativo) sempre più integrati, sia a livello di prodotti che di operatori. Tale modello, alternativo alla fusione, ma funzionale anche rispetto a un eventuale disegno di più stretta integrazione nel medio periodo, consente di valorizzare le differenti tradizioni e metodi omogeneizzandoli progressivamente. Esso, come si diceva, sta dando buoni frutti, che penso siano percepibili anche dall'esterno ove si è probabilmente notato il diverso approccio alle problematiche di vigilanza, anche attraverso significativi innesti di personale Bdl nel contesto IVASS.

E' interessante notare come sulla distinzione dei due organi nonostante la loro composizione in parte comune si sia di recente soffermata la giurisprudenza decidendo su di un'eccezione che riteneva che un provvedimento della

Banca d'Italia adottato l'intesa con l'IVASS ai sensi dell'art. 67-bis TUB viziato dato che l'intesa stessa sarebbe stata illegittima in quanto assunta dal Direttorio Integrato dell'Istituto che è organo sovrapponibile al Direttorio della Banca d'Italia (ipotesi impossibile di "intesa con se stesso")¹⁶. In proposito i Giudici amministrativi hanno notato che: *"- la parziale coincidenza tra i componenti del Direttorio Integrato dell'IVASS (vedi art. 7 Statuto IVASS) ed i componenti del Direttorio della Banca d'Italia non incide né "inquina" la completa distinzione tra i due organi sul piano organico e funzionale, in quanto rispettivamente inquadrati nella struttura organizzativa dei due Istituti che sono del tutto indipendenti l'uno dall'altro e che svolgono funzioni e perseguono finalità del tutto diversificate "ex lege" (vedi art. 13 D.L. 6.7.2012, n. 95 istitutivo dell'IVASS); - l'art. 7 dello Statuto IVASS individua espressamente il Direttorio Integrato (D.I.) come organo di detto Istituto: esso, nell'esercizio delle competenze che gli sono attribuite, agisce in totale autonomia ed indipendenza, senza essere soggetto alle disposizioni e/o alle direttive della Banca d'Italia; - la circostanza che alcuni componenti di esso siano (per espressa previsione di legge) anche membri del Direttorio della Banca d'Italia, corrisponde ad una scelta fatta a livello legislativo in funzione di coordinamento tra vigilanza assicurativa e vigilanza bancaria ma non incide in alcun modo sulla considerazione che il Direttorio dell'IVASS, in quanto organo di detto Istituto, persegue esclusivamente le finalità della vigilanza assicurativa ed esercita le funzioni che gli competono in vista di tale obiettivo; - in generale, la coincidenza tra membri di due distinti organi collegiali, anche ove, in ipotesi, totale, non costituisce mai coincidenza organica e funzionale; - la completa e totale differenziazione (non revocabile in dubbio) operante ed autoevidente sul piano soggettivo, organico, organizzativo e delle finalità pubbliche perseguite tra Banca d'Italia ed IVASS, esclude che l'intesa rilasciata dal Direttorio IVASS possa es-*

¹⁶ Cfr. TAR Lazio, III, 5.6.2015, n. 7966, Berlusconi c. Banca d'Italia e IVASS.

sere qualificata come “intesa tra sé e sé”, soltanto perché vi è parziale coincidenza tra i componenti di detto organo e quelli del vertice di Banca d'Italia, secondo la singolare ricostruzione del ricorrente; - è affermazione del tutto empirica e comunque non dimostrata quella di parte ricorrente secondo cui i due consiglieri autonomi dell'IVASS sarebbero ininfluenti nelle determinazioni del Direttorio Integrato in quanto in “due contro cinque”: l'affermazione parte dell'erroneo presupposto che i componenti “provenienti” dalla Banca d'Italia, perseguirebbero le finalità proprie di quest'ultimo Ente anche nello svolgimento delle funzioni di componenti del D.I. IVASS, e cioè di componenti di un organo che, al contrario, come detto, è ad ogni effetto organo dell'IVASS le cui finalità è chiamato a perseguire; - è inoltre noto che l'influenza (anche) del singolo componente, nelle dinamiche interne all'attività dell'organo collegiale e nelle determinazioni da esso assunte, possono avere un'incidenza che va ben al di là del valore numerico del singolo voto che egli esprime.”

4. Un'altra significativa differenza fra CAP da un lato e TUB e TUF dall'altro consiste ora nell'inserimento nell'art. 3-bis del CAP, accanto alle finalità della vigilanza, anche dei “Principi generali” della stessa. Si tratta di un insieme di metodi e di buone prassi che la direttiva Solvency 2 (cfr. art. 29) ha inteso codificare e che sono quindi stati inseriti nella legge nazionale. Conviene dare un rapido sguardo a ciascuno di questi principi.

Il primo è quello secondo il quale: “La vigilanza è basata su un metodo prospettico fondato sul rischio ed include la verifica continua del corretto esercizio dell'attività di assicurazione o di riassicurazione e dell'osservanza delle disposizioni di vigilanza da parte delle imprese di assicurazione o di riassicurazione.” (art. 3-bis, comma 1 CAP). La disposizione, che traduce fedelmente l'art. 29.1 della Solvency 2, ha una serie di implicazioni e “ricadute” che elenchiamo velo-

cemente. Il *“metodo prospettico fondato sul rischio”* sembra essere il cardine della vigilanza micro-prudenziale che si è voluto quindi *“oggettivo”* e uniforme per tutto il mercato unico. Altro spunto fondamentale e di metodo (che risulterà ancor più chiaro quando avremo analizzato il principio descritto nel comma successivo) è quello secondo il quale la verifica dell’adeguatezza deve essere *“continua”*. La vigilanza cioè, accompagna il modo stesso di essere dell’impresa, giorno per giorno, sul mercato e nei rapporti con le altre imprese e i consumatori. Oggetto infatti di questa verifica nel continuo è da un lato il *“corretto esercizio dell’attività”* tipica (quindi un aspetto di controllo gestionale) e, dall’altro, l’*“osservanza delle disposizioni di vigilanza”* ampiamente intese (siamo qui nell’ambito dei controlli di *compliance*) e quindi non solo quelle di stabilità ma anche quelle di trasparenza e correttezza. Si noti come viene qui elencato fra i *“principi generali”* un tratto che nel TUB e nel TUF figura invece fra le finalità di vigilanza vere e proprie, a conferma di una certa qual fungibilità di queste clausole generali.

Un secondo principio generale è quello secondo il quale: *“La vigilanza sulle imprese di assicurazione e di riassicurazione comprende un’opportuna combinazione di attività cartolari e ispezioni in loco.”* (art. 3-bis, comma 2 CAP, che riproduce fedelmente l’art. 29.2 della Solvency 2). Anche qui siamo di fronte a un tentativo di uniformare e omogeneizzare le buone prassi a livello europeo chiedendo che la vigilanza, per essere efficace, deve basarsi su di un buon bilanciamento fra attività *on site* ed *off site*. E’ chiaro che quale sia questo livello *“opportuno”* di giusta combinazione fra i due principali strumenti della vigilanza (controllo cartolare ed ispettivo) è lasciato in ultima analisi alla discrezionalità delle singole autorità di controllo nazionali che potrà essere guidata, fra l’altro, dal principio di proporzionalità, sul quale ci si soffermerà fra breve. L’impressione è, tuttavia, che la crescente complessità del sistema (in particola-

re dei modelli interni, ma anche della formula standard) e, soprattutto, il fatto di essere fondato sui rischi renderà sempre più difficoltosa la verifica dell'adeguatezza patrimoniale che, per essere effettiva, non potrà prescindere da una verifica *on site* e dai colloqui con i responsabili aziendali che potranno dare un quadro di come il rischio sia governato all'interno dell'impresa. Si pensi, ad esempio alla valutazione "al mercato" delle riserve tecniche. Nel perseguire questo bilanciamento fra vigilanza cartolare e ispettiva le autorità di controllo dovranno aver presenti, dimensioni e caratteristiche del mercato, risorse a propria disposizione¹⁷, tradizioni della vigilanza locale, dimensioni degli intermediari e così via. E' tuttavia altrettanto chiaro che dalla UE viene un forte invito ad un utilizzo bilanciato di entrambi gli strumenti in quella che appare come una fusione fra metodi e scuole continentali e nordici (più basati sulla prevalenza dei controlli a distanza) e mediterranei (dove più radicata è la cultura dei controlli ispettivi). E' questo un tratto molto moderno che dalla Solvency 2 si è trasfuso

¹⁷ Il capitolo delle risorse meriterebbe un discorso a sé. Qui basti ricordare come l'art. 3-bis, comma 4, lett. b del d. lgs. n. 74/2015 sostituisca l'art. 5, comma 5 CAP col seguente: "L'ordinamento dell'IVASS è disciplinato dalla legge 12 agosto 1982, n. 576, e successive modificazioni, e dall'articolo 13 del decreto-legge 6 luglio 2012, n. 95, convertito, con modificazioni, dalla legge 7 agosto 2012, n. 135, nel rispetto dei principi di autonomia organizzativa, finanziaria e contabile necessari ai fini dell'esercizio imparziale ed efficace delle funzioni di vigilanza sul settore assicurativo." E' stato quindi introdotto il seguente comma 5-bis dell'art. 5. "L'IVASS, nell'ambito della propria autonomia, garantisce comunque il rispetto dei principi di contenimento dei costi di cui al Capo I del Titolo I del decreto-legge 31 maggio 2010, n. 78, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 2010, n. 122." Queste disposizioni vanno lette alla luce dell'art. 27 della Solvency 2 secondo il quale: "Gli Stati membri garantiscono che le autorità di vigilanza dispongano dei mezzi necessari e posseggano relative conoscenze, capacità e mandato per raggiungere l'obiettivo principale della vigilanza ...". Esse sono frutto di un compromesso fra queste esigenze, ribadite a livello europeo, di una vigilanza che abbia mezzi e risorse appropriate e le norme di contenimento della spesa pubblica che, negli ultimi anni, hanno assunto una tendenza pervasiva sino a toccare settori che non incidono sul bilancio pubblico, come la vigilanza sulle assicurazioni che, notoriamente, viene finanziata da contributi a carico delle imprese vigilate. Questa soluzione di compromesso lascia in vigore i vincoli di pianta organica dell'IVASS fissati dall'art. 13, comma 32 ult. per. della legge istitutiva (d.l. n. 95/2012) secondo il quale: "La dotazione dell'IVASS è determinata entro il limite di un numero pari alle unità di personale di ruolo a tempo indeterminato trasferite, in servizio presso l'ente soppresso."(355 unità). Una precedente versione di queste norme, che rimuoveva questo vincolo ed era quindi più in linea con la disposizione europea è stata in seguito modificata.

nel CAP e che ora lo caratterizza rispetto al TUB e al TUF mentre questo argomento del *fine tuning* fra vigilanza cartolare e ispettiva è, in concreto, uno dei temi quotidiani della vigilanza bancaria accentrata a livello europeo. Sembra quindi molto logico che ove la vigilanza non è (ancora) accentrata, come nel campo assicurativo, sia la legge, europea e nazionale, ad additare alle autorità di controllo dei singoli paesi l'opportunità di utilizzare al meglio entrambi i classici strumenti della supervisione.

Giusta il terzo principio generale *“I requisiti stabiliti nel presente codice sono applicati in modo proporzionato alla natura, alla portata e alla complessità dei rischi inerenti all'attività di un'impresa di assicurazione o di riassicurazione.”* (art. 3-bis, comma 3 CAP, che traspone pedissequamente l'art. 29.3 della Solvency 2¹⁸). Siamo qui di fronte alla formale sanzione del principio di proporzionalità al quale sia la Direttiva Solvency 2 che ora il CAP fanno più volte riferimento¹⁹. Si tratta di uno dei più importanti criteri ispiratori della vigilanza il quale dovrà essere declinato, con riferimento alle specifiche materie dalla legislazione nazionale, per lo meno in base ai seguenti parametri: il tipo di attività assicurati-

¹⁸ In materia di proporzionalità va ricordato il *Considerando 19* della Solvency 2, che fornisce una chiara chiave di lettura delle ragioni che ispirano il principio. Secondo esso, infatti: *“La presente direttiva non dovrebbe essere troppo onerosa per le imprese di assicurazione di piccole e medie dimensioni. Uno degli strumenti per conseguire tale obiettivo è la corretta applicazione del principio di proporzionalità. Tale principio dovrebbe valere sia per i requisiti imposti alle imprese di assicurazione e di riassicurazione, sia per l'esercizio dei poteri di vigilanza.”*

¹⁹ Limitandoci a quest'ultimo cfr., soprattutto, il richiamo contenuto nell'art. 191, comma 2 CAP (già nella previgente versione), secondo il quale il potere regolamentare dell'IVASS deve conformarsi a tale principio. Significativi, inoltre: l'art. 30 commi 1 e 4 (nuovo testo) in materia di governo societario; il (nuovo) art. 30-ter, comma 3, sui processi di valutazione interna del rischio e della solvibilità; il (nuovo) art. 76, comma 1 in materia di requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione direzione e controllo e coloro che svolgono funzioni fondamentali presso le imprese di assicurazione e riassicurazione, che devono essere *“graduati secondo principi di proporzionalità e tenuto conto della rilevanza e complessità del ruolo ricoperto.”*, affermazione questa suscettibile di avere numerose e importanti ricadute alle quali non è possibile, in questa sede, accennare; il nuovo (rilevantissimo) art. 187-bis sui poteri di vigilanza che vanno esercitati *“in modo tempestivo e proporzionato”*; il (nuovo) art. 223-bis sulle misure d'intervento in caso di deterioramento delle condizioni finanziarie dell'impresa.

va esercitata, le dimensioni e la complessità dell'impresa e dei mercati nei quali essa opera²⁰. L'aver inserito la proporzionalità fra i principi generali della vigilanza assicurativa comporta anche una significativa operazione di innesto di una clausola generale fra le più importanti del diritto europeo in un ambito settoriale. Da questo punto di vista il CAP e, come vedremo, anche il TUF, appaiono più avanzati rispetto al TUB dove il richiamo alla proporzionalità, dopo il d.lgs. di recepimento della CRD IV, appare ormai più volte ma non figura fra i principi generali o le finalità della vigilanza²¹. E' questo un punto in cui un allineamento del TUB al CAP e al TUF sarebbe auspicabile, altri ne noteremo, in seguito, in cui acquista invece senso l'operazione inversa (e cioè l'allineamento del CAP al TUB o al TUF).

L'applicazione pratica del principio di proporzionalità comporta che il regime patrimoniale introdotto da Solvency 2 non sia applicabile alle c.d. imprese locali, individuate sulla base di parametri fissati dalla stessa Direttiva di ordine quantitativo (incasso annuo di premi lordi e totale delle riserve tecniche non superiore ai limiti fissati dallo stesso decreto) e qualitativo (assunzione di rischi in rami diversi da quelli di responsabilità, credito e cauzione o svolgimento di operazioni riassicurative non superiori ad una soglia prefissata nonché esclusione

²⁰ Sull'importanza della proporzionalità ha insistito anche il Presidente dell'IVASS ROSSI, nelle sue *Considerazioni sull'attività svolta dall'Istituto nel 2014*, lette il 23.6.2015, con questa parole: "*Proporzionalità deve essere la nostra seconda parola chiave [la prima è "semplificazione", n.d.r.]: vuol dire dosare l'intensità e l'onere dell'azione di vigilanza in proporzione alla pericolosità potenziale della situazione che si fronteggia*".

²¹ Cfr., in particolare, gli artt. 26, comma 3, lett. b) ed e) TUB e 13, comma 3, lett. b) ed e) TUF, in materia di requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza e di limiti al cumulo di incarichi; gli artt. 145, comma 3-bis, lett. a) e c) TUB e 195-bis, commi 1 e 2, lett. a) e c) TUF in materia di pubblicazione dei provvedimenti sanzionatori che non deve arrecare un danno sproporzionato alle parti; l'art. 108, comma 6 TUB secondo il quale nell'esercizio dei poteri di vigilanza in materia di intermediari finanziari, la Banca d'Italia: "*osserva criteri di proporzionalità, avuto riguardo alla complessità operativa, dimensionale e organizzativa degli intermediari, nonché alla natura specifica dell'attività svolta*". (e qui siamo di fronte a qualcosa di molto simile ad un principio generale, ancorché riferito alla sola vigilanza sugli intermediari finanziari). Come si accennava nel testo, la proporzionalità assurge invece a vero e proprio principio della vigilanza nel nuovo art. 6, commi 01 e 02 TUF.

dell'esercizio di attività assicurativa o riassicurativa in regime di LPS o di stabilimento in altri Stati membri) (art. 51-ter CAP). Per tali imprese "minori" il nuovo regime di solvibilità sarebbe eccessivamente gravoso tenuto conto della natura e complessità dei rischi assicurativi assunti dall'impresa medesima (Titolo IV del CAP). L'individuazione delle condizioni di accesso e di esercizio dell'attività assicurativa nonché delle disposizioni del CAP applicabili a tali imprese è affidata ad un regolamento dell'IVASS (art. 51-quater CAP) che, verosimilmente, potrebbe introdurre un regime modellato su Solvency 2, semplificato per tener conto delle peculiarità di tali imprese, o mantenere un regime di solvibilità corrispondente, in tutto o in parte, alla normativa previgente del CAP (Solvency 1)²². La normativa regolamentare, in ogni caso, non troverà applicazione nel caso in cui l'impresa locale decida essa stessa di sottoporsi alle regole del nuovo regime di Solvibilità 2.

Gli ultimi due principi generali, che conviene esaminare assieme, riguardano l'IVASS come autorità dell'UE e stabiliscono che "4. L'IVASS, nell'esercizio delle sue funzioni, tiene conto della convergenza degli strumenti di vigilanza e prassi di vigilanza comunitarie. 5. Ai fini del comma 4 l'IVASS partecipa alle attività dell'AEAP e si conforma ai suoi agli orientamenti e raccomandazioni, fornendo adeguata motivazione ove ritenga di non conformarsi." (art. 3-bis, commi 4 e 5 CAP, che recepiscono l'art. 71.2 della Solvency 2). La disposizione integra l'art. 8 del CAP in materia di rapporti con il diritto UE e integrazione col SEVIF (non toccato dal d.lgs. di recepimento della Solvency 2) e chiarisce, ancor di più, come l'O.d.V. nazionale sia parte di un'unica amministrazione europea "a rete" il cui scopo è tendere alla convergenza degli strumenti e delle prassi di vigilanza. In tal senso questa disposizione va letta insieme e si lega con il secondo princi-

²² Dalle prime simulazioni, le imprese italiane esonerate dall'applicazione di Solvency 2 in relazione alla loro dimensione sarebbero una o al massimo due.

pio generale prima richiamato sul bilanciamento fra vigilanza cartolare e ispettiva che, a ben vedere, sembra essere un'importante applicazione della convergenza di strumenti e prassi di vigilanza.

In tema di diritto dell'UE va segnalata anche la riformulazione del comma 1-ter dell'art. 5 CAP, che oggi suona così: *“Fatto salvo quanto previsto dall'articolo 3, comma 1, l'IVASS, nell'espletamento delle sue funzioni, prende in considerazione il potenziale impatto delle sue decisioni sulla stabilità dei sistemi finanziari dell'Unione europea, soprattutto in situazioni di emergenza, tenendo conto delle informazioni disponibili al momento, anche avvalendosi degli opportuni scambi di informazioni con l'AEAP, il Comitato congiunto, il CERS e le autorità di vigilanza degli altri Stati membri. In periodi di turbolenze eccezionali sui mercati finanziari, l'IVASS tiene conto dei potenziali effetti prociclici derivanti dai suoi interventi.”*. In questa nuova formulazione l'obbligo di prendere in considerazione il potenziale impatto delle proprie decisioni sulla stabilità dei sistemi finanziari dell'Unione europea è generalizzato anche se è riferito soprattutto alle situazioni di emergenza, mentre prima sussisteva solo *“nei casi di crisi o di tensione sui mercati finanziari”*. In caso di turbolenze eccezionali sui mercati finanziari, bisogna tener conto anche dei potenziali effetti prociclici derivanti dai propri interventi.

5. Degno di nota è l'inserimento nel CAP di un nuovo art. 9-bis dedicato alla *Trasparenza e responsabilità dell'attività di vigilanza* che apre con una specie di impegnativa dichiarazione programmatica, secondo la quale: *“L'IVASS svolge la propria attività in modo trasparente e responsabile.”*. Mentre il resto dell'articolo si occupa più che altro della trasparenza - sancendo l'obbligo di pubblicazione sul sito internet di una serie di informazioni (per lo più già presenti anche prima dell'emanazione della norma) sulle quali non ci soffermeremo in

dettaglio – è proprio la valenza generale della disposizione a suscitare interesse.

La disposizione è il fedele recepimento dell'art. 31 della Solvency 2 il quale contiene anche un interessante par. 3 secondo il quale: *“Gli Stati membri prevedono procedure trasparenti per quanto riguarda la nomina e la revoca dei membri degli organi di governo e di gestione delle loro autorità di vigilanza.”*.

Essa da risalto e solennità, nella legge nazionale di settore, al principio dell'*accountability* delle autorità di controllo inteso nelle sue molteplici valenze di trasparenza informativa, di render conto del proprio agire nelle opportune sedi e di essere responsabile nei confronti degli intermediari e dei cittadini investitori secondo le leggi proprie di ciascun ordinamento. Intesa in questo senso l'*accountability* e i suoi corollari e applicazioni pratiche (oltre alla pubblicazione di informazioni, si pensi, ad es., alle procedure di pubblica consultazione che devono precedere l'emanazione di normativa secondaria) è un'efficace contrappeso alla mancanza di legittimazione democratica diretta delle *authorities*.

La presenza di una disposizione di questo tipo nel CAP dovrebbe comportare, nel lungo periodo, delle sensibili ricadute sul modo e lo “stile” dell'attività di vigilanza favorendone una maggior apertura. Un effetto essa potrebbe avere, ad esempio, nell'assecondare un graduale cambiamento (per alcuni versi già in atto) da una concezione del segreto d'ufficio²³ globale e rigida, che tende a ricomprendere tutte le informazioni acquisite nel corso dell'attività di vigilanza, ad una più funzionale secondo la quale esso ha ragione di esistere solo sino a quando le informazioni richieste, se rivelate, potrebbero portare nocimento ad un'azione di vigilanza in corso.

Anche in questo caso si può notare come il CAP post Solvency 2 sia più

²³ La cui disciplina non ha subito modifiche rilevanti in seguito al recepimento della Solvency 2, eccezion fatta per l'introduzione nel CAP di un art. 10-bis, rubricato *Utilizzo delle informazioni riservate* che pone alcuni limiti all'utilizzazione che l'O.d.V. può fare delle informazioni coperte da segreto ed opera quindi “a valle” senza incidere sull'area di ciò che è coperto da segreto.

avanzato rispetto al TUB e al TUF che non contengono una simile disposizione, atteso che le rispettive direttive UE di riferimento non imponevano la trasposizione di un simile principio negli ordinamenti nazionali. Questa differenza si può forse attribuire al fatto che, a livello europeo (e quindi nazionale), la maggior sensibilità dell'ordinamento di settore assicurativo per la tutela del consumatore si rifletta in una maggior attenzione per le problematiche di trasparenza e *accountability* in generale.

Per quanto riguarda la responsabilità delle autorità di controllo, la disposizione va collegata con l'art. 24 comma 6-*bis* l. n. 262/2005 secondo il quale: *"Nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo le Autorità di cui al comma 1 e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, i componenti dei loro organi nonché i loro dipendenti rispondono dei danni cagionati da atti o comportamenti posti in essere con dolo o colpa grave."*²⁴. E' giusto evocare questa norma che limita in qualche modo la responsabilità delle autorità di controllo e dei loro funzionari perché si è spesso tentati, nei giudizi di risarcimento, di guardare a esse come a un responsabile di ultima istanza anche rispetto ad attività di investimento sbagliate o avventate, quasi una sorta di *deep pocket* alla quale attingere anche per compensare i propri errori.

6. Diamo ora un'occhiata al nuovo regime di solvibilità introdotto dalla Direttiva, cercando di far questo in modo per quanto possibile semplice e con gli occhi di un giurista che tenta di capire le ricadute legali di una riforma che, in questa più rilevante parte, è essenzialmente tecnica.

Il carattere innovativo della normativa introdotta dalla direttiva in mate-

²⁴ Non è questa la sede per addentrarci nel complesso argomento della responsabilità delle autorità di controllo sul quale cfr., per tutti, D'AMBROSIO, in GALANTI, *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova 2008, p. 249 ss.; ID., *The ECB and NCA liability within the Single Supervisory Mechanism*, Banca d'Italia, *QRG*, n. 78, gennaio 2015.

ria di regime di solvibilità delle imprese di assicurazione e riassicurazione - come anticipato – ha comportato un intervento radicale di modifica del CAP volto all'introduzione di nuove disposizioni nonché all'abrogazione ed alla modifica di quelle già esistenti in un'ottica di coordinamento e di coerenza del sistema normativo codicistico nel suo complesso.

Nel nuovo regime di solvibilità, le imprese dovranno garantire di poter gestire tutti i rischi cui sono esposte nell'esercizio della propria attività di assicurazione (c.d. approccio *risk based*). Infatti - analogamente a quanto già previsto per il settore bancario dalle varie edizioni degli accordi di Basilea "trasformati" in Direttive UE poi recepite nei vari ordinamenti nazionali²⁵ - il sistema di Solvency 2 permette di quantificare le esigenze specifiche di solvibilità dell'impresa – idonee a garantire la stabilità dell'impresa (sana e prudente gestione) e, quindi, la tutela degli interessi degli assicurati al corretto adempimento degli impegni contrattuali assunti con la stipulazione dei contratti assicurativi – in una valutazione dell'impresa medesima nel suo complesso, tenendo conto non solo di tutte le attività, pur diverse da quelle assicurative, esercitate ma anche della struttura organizzativa interna, con particolare riguardo all'articolazione di funzioni ritenute indispensabili (sistema di governo societario, gestione dei rischi, controllo interno, funzione attuariale), dei processi decisionali, delle politiche di assunzione dei rischi o di riassicurazione dei rischi assunti e di ogni altro elemento rilevante.

Tale regime di solvibilità, nel rispetto del principio di proporzionalità, sulle cui ricadute pratiche ci siamo già soffermati, non trova applicazione per alcune categorie di imprese individuate dalla stessa direttiva (le cd. imprese locali) nonché le mutue assicuratrici (ora denominate "particolari mutue assicuratrici" - art. 52) per le quali il CAP – tenuto conto delle dimensioni e delle limitate attivi-

²⁵ Cfr. il d. lgs. 12.5.2015, n. 72 che ha recepito la c.d. CRD4 modificando il TUB e il TUF.

tà assicurative esercitabili dalla mutua stessa (art. 53) già prevedeva un regime differenziato in materia di adeguatezza patrimoniale ed organizzativa stabilito dall'IVASS con regolamento (art. 56).

Sotto il profilo dei requisiti patrimoniali (c.d. Primo pilastro della direttiva), l'impresa – in luogo del margine di solvibilità e della quota di garanzia, calcolate come una percentuale fissa del patrimonio, che costituivano il fulcro della solvibilità dell'impresa nella disciplina previgente - è tenuta a calcolare e, quindi, a soddisfare il Requisito Patrimoniale di Solvibilità (*Solvency Capital Requirement* - SCR) e il Requisito Patrimoniale minimo (*Minimum Capital Requirement* – MCR). Entrambi devono essere coperti dall'impresa con fondi propri di base o accessori, questi ultimi soggetti all'approvazione dell'IVASS, secondo criteri e regole stabilite dalla stessa normativa (cfr. nuovi artt. da 44-ter a 44-decies CAP). Anche con riferimento alla valutazione delle riserve tecniche – destinate a garantire l'adempimento delle obbligazioni assunte dall'impresa – il nuovo regime richiede l'utilizzo di basi tecniche finanziarie e demografiche realistiche (quindi non più prudenzialmente stimate) e il rispetto del criterio della coerenza con i dati dei mercati finanziari.

In particolare, il Requisito Patrimoniale di Solvibilità deve essere calcolato dall'impresa attraverso una formula standard (art. 45-bis CAP)- comune a livello europeo, in quanto introdotta dalla stessa direttiva - strutturata in moduli e sottomoduli di rischio (rischio di sottoscrizione, di mercato, di credito ed operativo), eventualmente da adottarsi in forma semplificata (art. 45-duodecies) tenuto conto della natura e della complessità dei rischi a cui l'impresa è esposta (si pensi alle piccole e medie imprese), in ossequio al già menzionato principio di proporzionalità a cui si ispira la nuova normativa.

Nel calcolo dei moduli del rischio di sottoscrizione per l'assicurazione vita, per l'assicurazione danni e per l'assicurazione malattia, l'impresa può sostituire,

previa autorizzazione dell'IVASS, nell'ambito della formula standard, un sottoinsieme di parametri con parametri specifici dell'impresa. Tali parametri sono calibrati sulla base dei dati interni dell'impresa o di dati che sono direttamente rilevanti per le operazioni di tale impresa tramite l'uso di metodi standardizzati. Ai fini dell'autorizzazione, l'IVASS verifica la completezza, l'accuratezza e l'adeguatezza dei dati utilizzati (art. 45-*sexies*, comma 7).

In alternativa, laddove la formula standard non colga in tutto od in parte il profilo di rischio a cui è esposta l'impresa, quest'ultima utilizzerà per il calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità un modello interno totale o parziale (cioè riferito esclusivamente ad alcuni moduli o sottomoduli di rischio) da sottoporre all'approvazione dell'IVASS (art. 46-*bis* e ss.).

In tale ambito l'autorità di vigilanza ha un ruolo centrale potendo richiedere all'impresa che utilizzi la formula standard di adottare un modello interno parziale o totale o all'impresa che si è dotata di un modello interno di applicare la formula standard nel caso in cui rispettivamente la formula standard od il modello interno adottato non riflettano il reale profilo di rischio dell'impresa medesima (artt. 46-*septies* e 46-*octies*).

Al riguardo si segnala, altresì, che a seguito di una modifica apportata all'art. 189, comma 2, del CAP in materia di poteri di indagine, l'IVASS per lo svolgimento di verifiche ispettive sulle imprese che hanno adottato modelli interni può avvalersi di esperti esterni, inclusi revisori dei conti ed attuari, con oneri a carico dell'impresa ispezionata. Tale possibilità di avvalimento è stata sottoposta a un limite temporale (31 dicembre 2016) coincidente con il primo anno di entrata in vigore della normativa. Hanno, quindi, trovato accoglimento in sede legislativa le osservazioni dell'ANIA allo schema di decreto di attuazione della direttiva in cui veniva sottolineato che il supporto degli esperti esterni all'attività dell'IVASS può giustificarsi solo nella prima fase di applicazione della

nuova normativa stante, da un lato, la numerosità dei modelli interni sottoposti all'approvazione e, dall'altro, l'innovatività e complessità tecnica del nuovo approccio della vigilanza prudenziale. Ciò anche tenuto conto che gli oneri sono a carico delle imprese ispezionate sulle quali già grava l'adempimento dell'obbligo di pagamento del contributo previsto dall'art. 335 del CAP.

In caso di inosservanza del Requisito Patrimoniale di Solvibilità i poteri dell'IVASS risultano particolarmente incisivi essendo finalizzati al ripristino, in un tempo ragionevole, delle condizioni finanziarie per la prosecuzione dell'attività da parte dell'impresa. In tal caso, come già previsto nella normativa previgente in caso di inosservanza del margine di solvibilità, l'impresa è tenuta a presentare – anche su richiesta dell'IVASS - un piano di risanamento da sottoporsi all'approvazione della stessa autorità di vigilanza. Gli interventi di vigilanza – da adottarsi nel rispetto dei principi di gradualità e di proporzionalità - possono avere un rilevante impatto sull'attività dell'impresa potendo includere – sia provvedimenti volti al ripristino del livello di fondi ammissibili per la copertura del requisito patrimoniale di solvibilità o per ridurre il profilo di rischio dell'impresa in modo da garantire il rispetto del requisito stesso, sia il divieto di compiere atti di disposizione dei beni (nei casi eccezionali in cui vi sia il rischio di ulteriore deterioramento delle condizioni finanziarie) o, infine, l'imposizione di vincoli sugli attivi a copertura delle riserve tecniche.

Carattere di novità riveste la possibilità per l'autorità di vigilanza di prorogare – anche fino a 7 anni - il termine di sei mesi per l'attuazione delle misure necessarie al ripristino della situazione finanziaria dell'impresa laddove sia stata accertata dall'EIOPA la sussistenza di situazioni eccezionalmente avverse - relative ad una quota significativa di mercato o delle aree di attività interessate – che abbiano colpito gravemente o negativamente la situazione finanziaria di al-

cune imprese (art. 222, comma 2-*quater* CAP)²⁶. Tali circostanze sono ravvisabili dalla stessa normativa in almeno uno dei seguenti eventi: un crollo imprevisto, brusco e drastico dei mercati finanziari; un contesto caratterizzato in modo persistente da tassi di interesse bassi; un evento catastrofico ad alto impatto.

Il Requisito Patrimoniale Minimo (MCR), invece, costituisce la soglia patrimoniale minima al di sotto della quale la prosecuzione dell'attività da parte dell'impresa esporrebbe a un rischio inaccettabile gli interessi degli assicurati, dei beneficiari e degli altri aventi diritto a prestazioni assicurative – la cui tutela costituisce, come già anticipato, la finalità principale della vigilanza assicurativa. Il mancato possesso di tale requisito comporta per l'impresa, stante l'inaccettabilità dell'esposizione al rischio degli interessi tutelati, l'adozione – anche su richiesta dell'IVASS - di un piano di finanziamento a breve termine (art. 222-*bis*) che se inadeguato o non rispettato può comportare anche la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività assicurativa (art. 242). Rispetto alla normativa previgente - in cui la revoca era prevista anche nel caso di inadeguatezza o non rispetto del piano di risanamento adottato in caso di inosservanza del margine di solvibilità – la norma appare più restrittiva limitando tale conseguenza all'ipotesi più grave in cui la situazione finanziaria dell'impresa è tale da porre in serio pericolo gli interessi degli assicurati.

Un'importante novità da segnalare è che l'entrata in vigore di Solvency 2, il 1° gennaio 2016, comporterà il venir meno dello stretto collegamento, oggi esistente, tra il bilancio civilistico e quello di vigilanza. Il principio che richiede la valorizzazione “al mercato” di tutte le poste, infatti, comporta che, per disporre di dati “realistici” e maggiormente in linea con le previsioni del nuovo regime, le

²⁶ Questa disposizione è, ovviamente, figlia della recente e perdurante crisi dei mercati. La *ratio* è che laddove siano le condizioni dei mercati a causare una generale situazione di tensione nei conti delle imprese si debba concedere più tempo alle stesse per “riprendersi” anziché adottare misure estreme.

informazioni di vigilanza nonché quelle pubbliche (c.d. 3° pilastro) siano redatte in conformità agli specifici principi di valutazione introdotti dalla direttiva, differenti da quelli contabili ed improntati al criterio della c.d. *market consistency* (cfr. art. 75 della Solvency 2). Tali informazioni, inoltre, dovranno essere presentate utilizzando specifici schemi, i c.d. *Quantitative Reporting Templates*, che saranno introdotti con Regolamento della Commissione Europea (direttamente applicabile). Di conseguenza si creerà una sorta di “doppio bilancio”, quello civilistico, redatto ai sensi del codice civile e della disciplina contabile di settore e quello prudenziale, redatto in conformità a Solvency 2. Questo cambiamento di mentalità relegherà il bilancio civilistico a strumento secondario e integrativo della vigilanza rendendo di conseguenza opportuna una cospicua riduzione delle informazioni di vigilanza che attualmente accompagnano l’invio del bilancio. Il *focus* dell’IVASS si sposterà infatti dal bilancio al *reporting* di vigilanza. Va comunque considerato che già oggi il bilancio va redatto secondo principi diversi: il bilancio individuale d'esercizio segue i principi nazionali, quello consolidato i principi fissati dall'*International Accounting Standard Board* (IASB), detti *International Financial Reporting Standard* (IFRS). In futuro, per semplificare il sistema, sarebbe auspicabile il passaggio ai principi IFRS anche per il bilancio d'esercizio. In tal modo si ridurrebbe lo stesso divario fra bilancio di vigilanza e bilancio contabile, perché i principi IFRS somigliano molto a quelli di Solvency 2⁽²⁷⁾.

7. La disciplina dei requisiti patrimoniali, seppur importante, non esaurisce Solvency 2. L’importanza del secondo e del terzo pilastro è stata di recente sottolineata anche dal Presidente dell’IVASS Salvatore ROSSI, nelle sue Considerazioni sull’attività svolta dall’Istituto nel 2014, lette il 23.6.2015, con questa pa-

²⁷ Cfr. in tal senso, espressamente, il Presidente dell’IVASS, ROSSI, *Considerazioni sull’attività svolta dall’Istituto nel 2014*, lette il 23.6.2015.

role: *“Ma Solvency 2 non si risolve solo in requisiti di capitale e norme contabili. Richiede formidabili adeguamenti di governo aziendale e di organizzazione. Bisogna innanzitutto che i consigli di amministrazione accrescano il loro interesse e la loro capacità di comprensione rispetto ai profili di rischio insiti nell’attività delle compagnie. Questo non vuol dire che i consigli debbano essere composti da soli tecnici, né che debbano trascurare di dibattere le strategie di mercato delle aziende: in campo assicurativo capire i rischi è la base di qualunque consapevole valutazione strategica; quasi coincide con il business aziendale.”*.

All’interno della disciplina del CAP sono stati infatti rafforzati specifici requisiti qualitativi (c.d. secondo pilastro) a cui l’impresa deve attenersi nell’esercizio dell’attività assicurativa inerenti all’obbligo di dotarsi di un adeguato ed efficace sistema di governo societario, di gestione dei rischi e di controllo finalizzato a garantire una sana e prudente gestione dell’attività assicurativa. La nuova normativa, infatti, si ispira all’idea di fondo che una corretta gestione di alcune tipologie di rischio sia maggiormente garantita da un solido sistema di governo societario e non soltanto da requisiti di ordine quantitativo.

In particolare, l’impresa deve dotarsi di un’efficace sistema di governo societario idoneo a garantire una trasparente struttura organizzativa, una chiara distribuzione e separazione dei compiti e delle responsabilità tra gli organi societari, un’efficace sistema per la circolazione delle informazioni al fine di realizzare un adeguato livello di conoscenza e consapevolezza nei soggetti che svolgono funzioni rilevanti all’interno dell’impresa ed, infine, la elaborazione di politiche scritte – da sottoporre all’IVASS - in relazione almeno al *risk management*, all’*internal audit* ed ai controlli interni ed allo svolgimento di attività esternalizzate, laddove previste (cfr. i nuovi artt. 29-bis/30-septies CAP).

Cerchiamo di illustrare brevemente i tratti salienti di ciascuna di queste novità.

Il nuovo art. 29-bis in materia di responsabilità del consiglio di amministrazione sancisce che: *“Il consiglio di amministrazione dell'impresa ha la responsabilità ultima dell'osservanza delle norme legislative, regolamentari e delle norme europee direttamente applicabili.”*. Si tratta della fedele trasposizione dell'art. 40 della Solvency 2 che sancisce la centralità dell'organo amministrativo nel sistema di governo dell'impresa e la sua responsabilità per l'osservanza delle norme nazionali e dell'unione direttamente applicabili. L'estrinsecazione pratica di questa centralità del C.d.A. nella definizione delle *policy* di impresa si rinviene nel comma 6 del successivo art. 30 che prevede l'approvazione preventiva del C.d.A. per le politiche scritte in materia di sistema di gestione dei rischi, sistema di controllo interno, revisione interna e esternalizzazione. Il nostro ordinamento sembra allineato a questa disposizione dato che l'art. 5 del Reg. IVASS n. 20/2008 (sui controlli interni) già stabilisce che: *“L'organo amministrativo ha la responsabilità ultima dei sistemi dei controlli interni e di gestione dei rischi dei quali assicura la costante completezza, funzionalità ed efficacia, anche con riferimento alle attività esternalizzate.”*.

Il successivo art. 30 recepisce l'art. 41 della Solvency 2 in materia di requisiti generali di governance che si basa sul principio generale secondo il quale: *“L'impresa si dota di un efficace sistema di governo societario che consenta una gestione sana e prudente dell'attività. Il sistema di governo societario è proporzionato alla natura, alla portata e alla complessità delle attività dell'impresa.”*. Vengono quindi articolati i cardini sui quali ruota il sistema di governo societario: a) un'adeguata e trasparente struttura organizzativa, con una chiara ripartizione e un'appropriata separazione delle responsabilità delle funzioni e degli organi; b) un efficace sistema di trasmissione delle informazioni; c) il possesso da parte di coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo e di coloro che svolgono funzioni fondamentali dei requisiti di cui all'articolo 76;

d) la predisposizione di meccanismi idonei a garantire il rispetto delle disposizioni del CAP in materia di esercizio dell'attività; e) l'istituzione della funzione di revisione interna, della funzione di verifica della conformità, della funzione di gestione dei rischi e di una specifica funzione attuariale. L'istituzione di quest'ultima funzione è l'unica vera novità per il nostro ordinamento atteso che per quanto riguarda gli altri punti esso era già sostanzialmente adeguato.

Alla funzione attuariale è affidato un ruolo centrale nella quantificazione delle riserve tecniche appostate dall'impresa stessa per l'esercizio dell'attività anche in un'ottica di presidio dell'adeguatezza e della qualità dei dati e delle metodologie attuariali utilizzate per tale quantificazione. La funzione attuariale, articolata dall'impresa in base alla natura e alla complessità del *business* assicurativo esercitato, svolge la sua attività con riferimento a tutti i rami di operatività assorbendo interamente in sé le funzioni dell'attuario incaricato per il ramo vita e per il ramo r.c. auto previste nell'originario impianto del CAP, con conseguente abolizione dell'obbligo di nominare tali figure professionali. La rilevanza della funzione attuariale nell'organizzazione dell'impresa risulta confermata dal rapporto diretto che la stessa instaura con l'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza in merito all'affidabilità e all'adeguatezza del calcolo delle riserve tecniche ed alla funzione consultiva dalla stessa esercitata (parere) con riferimento alla politica di sottoscrizione globale dell'impresa nonché sull'adeguatezza degli accordi di riassicurazione.

Queste norme del CAP riscrivono quindi il sistema dell'organizzazione interna delle imprese affiancandole a nuove disposizioni in materia di sistema di gestione dei rischi (art. 30-*bis*), di valutazione interna del rischio e della solvibilità (art. 30-*ter*), di sistema di controllo interno (art. 30-*quater*), di funzione di revisione interna (art. 30-*quinques*) e attuariale (art. 30-*sexies*) destinate a sostituire, rispettivamente, l'attuario revisore e quello incaricato, segnando un cam-

biamento organizzativo di non poco momento. Non mancano disposizioni specifiche che disciplinano la pratica dell'esternalizzazione (art. 30-*septies*) che viene circondata da particolari condizioni e garanzie.

Da notare che questa importante riscrittura e ammodernamento delle regole in materia di governo societario e organizzazione di impresa sono correlati dalla diffusa attribuzione all'IVASS di poteri regolamentari di attuazione²⁸.

L'IVASS è altresì destinatario di una serie di flussi informativi in materia di governo e organizzazione di impresa²⁹.

Le imprese, inoltre, devono disporre di un sistema efficace di gestione dei rischi, che comprenda tutte le attività necessarie (strategie, processi e procedure di segnalazione) per individuare, misurare, monitorare, gestire e segnalare, su base continuativa, i rischi ai quali sono o potrebbero essere esposte (art. 30-*bis*). Affinché il sistema di gestione rischi possa assolvere al ruolo di presidio e di garanzia che a esso è attribuito, è necessario che lo stesso sia perfettamente integrato non solo nella struttura organizzativa ma anche nei processi decisionali dell'impresa e includa anche la configurazione di una vera e propria funzione di *risk management*. Strumento rilevante nella gestione dei rischi è l'*Own Risk and Solvency Assessment* (ORSA) la cui duplice natura permette, da un lato, all'impresa di procedere a una valutazione costante e continua nel tempo del proprio fabbisogno di solvibilità, tenuto conto dei rischi a cui l'impresa stessa è esposta nell'esercizio dell'attività, al fine di verificare nel tempo la permanenza o il mutamento del profilo di rischio sulla cui base è stato calcolato il Requisito patrimoniale di Solvibilità e, quindi, la capacità stessa dell'impresa di far fronte

²⁸ Cfr., in particolare, l'art. 30, comma 7 in materia di governo societario; l'art. 30-*bis*, comma 13 in materia di indicazioni sulle procedure da seguire in sede di valutazione dei *rating* creditizi esterni; l'art. 30-*septies*, comma 4, in materia di termini e condizioni per l'esternalizzazione.

²⁹ Cfr. l'art. 30-*bis*, comma 7, in materia di valutazioni riguardanti la gestione integrata della attività e passività; l'art. 30-*ter*, comma 7 sulla comunicazione dei risultati delle valutazioni interne del rischio di solvibilità.

nel futuro agli impegni assunti. Dall'altro, costituisce un importante strumento di vigilanza in quanto le risultanze dell'ORSA sono trasmesse periodicamente all'IVASS e sono quindi destinate a divenire il primo strumento di analisi con cui l'Istituto avvierà il Processo di revisione prudenziale. La prospettiva di valutazione del processo è, infatti, sul medio e lungo termine dovendo garantire e individuare le esigenze di capitale per rischi anche a lungo termine e costituire la base informativa indispensabile per tutte le future decisioni strategiche dell'impresa stessa. L'ORSA, in quanto processo interno di valutazione, è rimesso alla esclusiva responsabilità dell'impresa e, all'interno di essa, del Consiglio di amministrazione a cui compete l'approvazione e la revisione periodica del processo stesso.

L'impresa è tenuta a trasmettere all'IVASS una relazione esplicativa contenente tutte le informazioni necessarie per valutare il sistema di governo societario, l'attività esercitata, i principi di valutazione applicati ai fini di solvibilità, i rischi a cui sono esposte ed i sistemi di gestione dei rischi, la loro struttura patrimoniale, il fabbisogno di capitale e la gestione del capitale. Inoltre, le imprese devono trasmettere ogni informazioni utile per l'esercizio delle funzioni e dei poteri di vigilanza (art. 47-*quater*). La disposizione – che riprende quella già presente della direttiva – è volutamente generica in quanto conserva in capo all'impresa la responsabilità di individuare tutte le informazioni ed i documenti che sono rilevanti per consentire all'IVASS l'espletamento del processo di revisione prudenziale e, quindi, le verifiche volte ad accertare il rispetto da parte dell'impresa dei requisiti qualitativi e quantitativi introdotti dalla nuova normativa.

Nel rispetto del principio di proporzionalità, cui deve ispirarsi l'azione di vigilanza, l'IVASS può limitare sia la frequenza che la portata degli obblighi di informativa o addirittura esonerare l'impresa dalla trasmissione di alcune informazioni laddove tale adempimento risulti eccessivamente oneroso tenuto conto

della natura, della portata e della complessità dei rischi gestiti dall'impresa.

L'insieme del flusso informativo e documentale generato dall'adempimento di obblighi previsti in via generale dalla normativa o scaturenti da richieste specifiche dello stesso supervisore costituisce la base informativa del Processo di revisione prudenziale dell'IVASS (art. 47-*quinquies*). In tale sede l'autorità di vigilanza procede alla valutazione degli aspetti salienti dell'attività dell'impresa quali: l'esposizione ai rischi; l'adeguatezza del sistema di governo societario; la conformità dell'attività alla normativa vigente in materia di requisiti sulle riserve tecniche, di requisiti di capitale; il rispetto delle regole di investimento e di quelle concernenti i fondi propri; la conformità al modello interno totale o parziale approvati; la situazione finanziaria ed, infine, la capacità di identificare e, quindi, di gestire eventuali influenze negative future.

Il processo di revisione prudenziale costituisce la sede più appropriata, ma non certo unica, per l'adozione da parte dell'IVASS delle misure preventive o correttive nei confronti delle singole imprese ritenute più appropriate (art. 188, comma 3-*bis*), tra le quali, vengono espressamente menzionate - senza alcun carattere di esaustività - una serie di misure, analoghe a quelle che la Banca d'Italia può adottare nei confronti degli istituti vigilati, quali la restrizione dell'attività, ivi incluso il divieto di ulteriore commercializzazione dei prodotti assicurativi, o di effettuare determinate operazioni, anche di natura societaria, l'ordine di rimozione di soggetti che rivestono funzioni di amministrazione, di direzione, di controllo e i titolari di funzioni fondamentali, in caso di inerzia della società ed, infine, provvedimenti volti ad incidere sulla distribuzione di utili o di altri elementi del patrimonio o sul rafforzamento dei sistemi di governo societario, ivi incluso il contenimento dei rischi a cui è esposta l'impresa.

Inoltre, tenuto conto degli esiti del processo di revisione prudenziale, l'IVASS può anche, in casi eccezionali, imporre con provvedimento motivato

maggiorazioni di capitale (c.d. *capital add-on*) laddove siano state accertate una significativa deviazione dal profilo di rischio incluso nella formula standard o nel modello interno o lacune o deficienze nel sistema di *governance* societario (art. 47-*septies*). Nella prospettiva del legislatore, pertanto, la maggiorazione del capitale costituisce misura eccezionale a carattere correttivo, e non punitivo, volta a fronteggiare in via transitoria la situazione di carenza riscontrata fino alla rimozione della carenza stessa. A tal fine, la misura è soggetta a revisione almeno annuale ed in ogni caso, una volta venuti meno i presupposti della sua adozione l'IVASS dispone la revoca dell'imposizione della maggiorazione.

Oltre alla relazione informativa strettamente riservata all'autorità di vigilanza l'impresa, nell'ambito degli obblighi previsti dal c.d. III pilastro della direttiva, è tenuta a pubblicare annualmente una relazione dettagliata sulla propria solvibilità e situazione finanziaria (art. 47-*septies*). In particolare, tale documento contiene - oltre alle informazioni generali sulla denominazione, forma societaria, sugli azionisti, sull'appartenenza ad un gruppo assicurativo, sui prodotti commercializzati, sulle aree geografiche di operatività – informazioni sulla *governance* (ivi inclusa la relativa valutazione di adeguatezza della stessa rispetto al profilo di rischio dell'impresa), sul profilo di rischio dell'impresa (evidenziando, in particolare, per ogni categoria di rischio, i processi e le strategie usati dall'impresa per misurare, mitigare e controllare i rischi a cui è esposta, la sua esposizione al rischio), sui criteri utilizzati per la valutazione delle attività e delle passività, incluse le riserve tecniche, ed, infine, informazioni sul capitale di vigilanza (fondi propri, SCR e MCR).

Trattandosi di informativa rilevante con cui l'impresa si presenta nel mercato di riferimento orientando le scelte dei soggetti interessati, la normativa prevede che l'IVASS possa concedere un esonero dall'obbligo di pubblicazione di alcune informazioni solo nei limiti in cui si tratti di informazioni segrete o riser-

vate (art. 47-*octies*) o nel caso in cui la loro rivelazione potrebbe comportare un significativo ed ingiustificato vantaggio per altri operatori concorrenti del mercato stesso

Inoltre, al fine di garantire il costante aggiornamento e l'adeguatezza di tale informativa, è attribuito all'IVASS il potere di ordinare la pubblicazione di informazioni integrative relative alle circostanze rilevanti che possono avere un impatto significativo sulle informazioni già pubblicate nel cui ambito la normativa include almeno le ipotesi di inosservanza del Requisito Patrimoniale Minimo e l'impresa non è in grado di presentare o non ha presentato un piano di finanziamento a breve termine nonché nell'ipotesi di mancata presentazione di un piano di risanamento realistico entro due mesi dall'accertamento della grave inosservanza del Requisito Patrimoniale di Solvibilità (art. 47-*novies*).

Nell'ambito dei requisiti qualitativi, inoltre, la nuova normativa estende ai soggetti che svolgono funzioni fondamentali all'interno dell'impresa il possesso di specifici requisiti di onorabilità e professionalità ed indipendenza – fissati, come già anticipato, con decreto del MISE sentito l'IVASS - già previsti nella pre-rogante normativa per coloro che rivestono funzioni di amministrazione, direzione e controllo. Ciò al fine di garantire che qualunque soggetto che svolga un ruolo nei processi valutativi e decisionali dell'impresa, influenzando o determinando le scelte all'interno della stessa, siano in possesso di adeguate qualifiche professionali, conoscenze ed esperienze (cd. competenza) nonché godere di buona reputazione e integrità (onorabilità).

Al riguardo si segnala che nella nuova formulazione dell'art. 76, comma 2, del CAP nel caso in cui venga dichiarata dall'IVASS la decadenza d'ufficio dalla carica per difetto iniziale o sopravvenuto dei requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza, è attribuito espressamente all'autorità di vigilanza il potere di ordinare, in caso di inerzia dell'impresa, la rimozione dalla carica ai sensi

dell'articolo 188, comma 3-*bis*, lettera e) del CAP. Quest'ultima disposizione introduce, anche nell'ordinamento assicurativo³⁰, il c.d. "*removal*" cioè: "*l'ordine di rimuovere i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione, di controllo e i titolari di funzioni fondamentali, in caso di inerzia della società.*". Si tratta di una misura "estrema", un potere il cui esercizio sarà molto delicato, che consente di intervenire "chirurgicamente" sugli organi e la struttura aziendale, senza tuttavia arrivare all'amministrazione straordinaria. Da questo punto di vista l'introduzione di questo istituto è apprezzabile anche in un'ottica di gradualità e proporzionalità.

Per quanto concerne il sistema dei controlli interni, Solvency II prevede che le imprese si dotino di un efficace sistema di controlli interni, che deve includere almeno le procedure amministrative e contabili, la funzione di verifica della conformità (*compliance function*) ed un adeguato sistema di reportistica che coinvolga tutti i livelli dell'impresa. Inoltre, l'impresa dovrà disporre di una funzione di *internal audit* efficace ed indipendente, che includa anche una valutazione dell'adeguatezza e dell'efficacia del sistema di controllo interno e di altri elementi del sistema di governance.

8. La diffusione del fenomeno dei gruppi e, in particolare, dei c.d. gruppi transfrontalieri - in cui operano imprese assicuratrici aventi sede legale in diversi Stati dell'UE e, quindi, soggetti alla supervisione di altre autorità di vigilanza in ossequio al principio dell'*home country control* - ha portato, a livello normativo,

³⁰ Una misura analoga è stata introdotta nel settore bancario dall'art. 1, comma 20 del d. lgs. n. 72/2015 che ha introdotto l'art. 53-*bis* TUB (*Poteri di intervento*) la cui lett. e) prevede che la Banca d'Italia possa: "*disporre, qualora la loro permanenza in carica sia di pregiudizio per la sana e prudente gestione della banca, la rimozione di uno o più esponenti aziendali; la rimozione non è disposta ove ricorrano gli estremi per pronunciare la decadenza ai sensi dell'articolo 26, salvo che sussista urgenza di provvedere.*".

a un nuovo approccio all'attività di vigilanza nei confronti del gruppo assicurativo in un'ottica di raggiungimento di maggiori livelli di collaborazione e di interazione tra tutte le autorità di vigilanza interessate.

Si è così arrivati a superare l'impostazione originaria del codice – fondata sui principi di Solvency 1 – caratterizzata da una supervisione sul gruppo di tipo “supplementare”, cioè che si aggiunge a quella già esercitata sulla singola impresa facente parte del gruppo stesso, per approdare a una vigilanza del gruppo quale entità distinta dalle imprese partecipanti. Una vigilanza – se così si può dire “allargata” in quanto esercitata da tutte le autorità interessate (riunite in un “collegio” su tutte le componenti del gruppo) ma sotto la responsabilità, la direzione e il coordinamento dell'autorità di vigilanza della capogruppo.

Inoltre, al fine di tener conto anche del fenomeno della partecipazione ai gruppi di imprese che non esercitano attività assicurativa, in attuazione della direttiva Solvency 2, è stata introdotta nel codice una nozione di gruppo assicurativo piuttosto ampia (art. 210).

In tale prospettiva, tra le autorità di vigilanza competenti per la supervisione sulle singole imprese del gruppo, la c.d. autorità di vigilanza di gruppo è individuata sulla base di determinati criteri uniformi a livello europeo (art. 207-*sexies*), fatta salva la possibilità che le autorità di vigilanza del gruppo, con decisione congiunta, si accordino per la designazione di un'altra autorità, tenuto conto della struttura del gruppo e dell'importanza relativa delle attività delle imprese di assicurazione e di riassicurazione nei vari Stati UE³¹.

L'autorità di vigilanza di gruppo assume su di sé la responsabilità del coordinamento e dell'esercizio dell'attività di vigilanza nei confronti del gruppo svolgendo tutte le attività a ciò necessarie ed esercitando poteri decisionali pro-

³¹ Cfr. art. 207-*sexies*, comma 4, che introduce un elemento di opportuna flessibilità e discrezionalità nel sistema temperato dalla necessità di raggiungere un consenso unanime fra le autorità interessate.

pri in cooperazione e previa consultazione con le altre autorità di vigilanza sulle varie componenti del gruppo. In particolare l'autorità di vigilanza di gruppo: cura la raccolta e la circolazione delle informazioni essenziali e rilevanti all'interno del gruppo e verso l'EIOPA; pianifica le attività di vigilanza, in situazioni normali e di crisi; valuta la situazione finanziaria del gruppo nonché l'osservanza delle disposizioni in materia di solvibilità, di concentrazione dei rischi e di operazioni infragruppo; valuta la struttura organizzativa del gruppo con particolare riguardo alla *governance*, al controllo interno ed al sistema di gestione dei rischi.

Inoltre, l'autorità di vigilanza di gruppo procede alla validazione del modello interno di gruppo nel caso in cui esso ritenga di calcolare il Requisito Patrimoniale di Solvibilità ed il Requisito Patrimoniale Minimo senza utilizzare la formula standard (art. 212-*bis*, che, ovviamente, prende in considerazione l'ipotesi in cui sia l'IVASS a ricoprire tale ruolo). Infatti, nell'ottica Solvency 2, il gruppo di imprese è destinatario, quale soggetto autonomo e distinto dalle singole imprese che ne fanno parte, delle disposizioni sui requisiti qualitativi e quantitativi nonché sugli obblighi di informativa introdotti dalla normativa comunitaria. Ne consegue che il gruppo avrà un capitale di vigilanza calcolato su basi consolidate che tiene conto dell'esposizione ai rischi dell'entità economica nel suo complesso, dando rilevanza anche degli effetti di diversificazione dei rischi che si realizzano all'interno del gruppo stesso.

Al fine di agevolare il coordinamento e l'esercizio delle funzioni di vigilanza sul gruppo la nuova normativa istituisce il Collegio delle autorità di vigilanza cioè una "*struttura permanente ma flessibile per la cooperazione, il coordinamento e l'agevolazione del processo decisionale nell'ambito della vigilanza del gruppo*" (art. 1, lettera l-*bis*, del CAP). Lo scopo dell'istituzione del Collegio di supervisor, di cui fanno parte tutte le autorità di vigilanza europee delle imprese che compongono il gruppo stesso, è quello di supportare l'autorità di vigilan-

za di gruppo nell'esercizio delle sue funzioni costituendo la sede principale, ma non certo unica, per lo scambio di informazioni, per lo svolgimento delle consultazioni necessarie ai fini della validazione del modello interno di gruppo ovvero per l'adozione della misura della maggiorazione di capitale a livello di gruppo (art. 206-*bis*).

Inoltre, nell'ambito del Collegio sono conclusi accordi di coordinamento per la definizione delle procedure di consultazione e dei processi decisionali all'interno del gruppo o per l'attribuzione a ciascuna singola autorità di vigilanza del gruppo di specifici compiti, se necessario, per implementare l'efficienza del gruppo e senza far venir meno le responsabilità individuali poste a carico di ciascuna autorità del gruppo stesso (art. 206-*ter*).

Anche l'EIOPA partecipa al Collegio dei supervisor – nel rispetto della competenza esclusiva delle autorità interessate all'esercizio della vigilanza sul gruppo e sulle singole entità che lo compongono – svolgendo, all'interno di tale struttura, un'importante attività di promozione e di monitoraggio sul corretto funzionamento e sulla convergenza delle prassi di vigilanza all'interno del collegio stesso, partecipando a tal fine alle riunioni ed alle ispezioni congiunte. Inoltre, l'EIOPA svolge, all'interno del Collegio, un ruolo di mediazione nel caso in cui l'autorità di vigilanza sul gruppo non adempia ai propri compiti o non eserciti i poteri alla stessa assegnati, o nell'ipotesi di mancata cooperazione e assunzione di posizioni divergenti sugli accordi di coordinamento o sulla designazione dell'autorità di vigilanza del gruppo tra le autorità del gruppo (artt. 206-*bis*, comma 3, 207-*bis*, comma 3, 206-*ter*, comma 1, e 207-*sexies*, comma 6). Le decisioni dell'EIOPA sono adottate ai sensi dell'art. 19 del Reg. istitutivo dell'autorità (Regolamento UE n. 1094/2010) ed hanno, quindi, valore vincolante nei confronti delle autorità destinatarie.

9. Ma le modifiche al CAP rese necessarie per il recepimento della Solvency 2 non esauriscono le riforme necessarie ad ammodernare questo testo normativo. E' infatti urgente, a mio avviso, intervenire, ammodernandolo, su parti del CAP non strettamente collegate alle disposizioni di Solvency 2.

Al primo posto fra gli interventi urgenti metterei la riforma del sistema sanzionatorio. Io penso che si debba prendere atto della scarsa efficacia del sistema delle sanzioni in materia r.c. auto, basato su una notevole mole di micro sanzioni comminate alle imprese per ogni singola violazione dei termini di offerta e liquidazione delle pratiche ⁽³²⁾. A mio avviso, il nuovo approccio dovrebbe basarsi su di un numero minore di sanzioni che siano però più afflittive in quanto di importo maggiore (eventualmente collegato anche al fatturato) e comminate anche alle persone fisiche degli esponenti. Va soprattutto spezzato il collegamento fra singola violazione dei termini r.c. auto e procedimento sanzionatorio che affoga gli uffici procedenti in una marea di procedimenti di scarsa rilevanza e non consente una tempestiva visione complessiva del comportamento delle imprese. La sanzione (lo si ripete di afflittività maggiore) andrebbe riservata alle violazioni gravi e/o reiterate delle norme in materia di offerta e liquidazione dei sinistri che dovrebbero essere collegate al mancato rispetto delle disposizioni in materia di organizzazione e controlli interni ⁽³³⁾ e/o di quelle sulle

³² Nel 2014 sono stati emessi n. 3.211 provvedimenti, di cui n. 2.792 ordinanze ingiunzione (86,9%) per euro 23.085.566 e n. 419 archiviazioni (13,1%). L'importo medio delle sanzioni irrogate è stato nel 2014 di euro 8.268. La maggior parte dei provvedimenti di ingiunzione riguardano il ramo r.c. auto. Nel 2014 si sono avute n. 2.345 ingiunzioni per illeciti nella materia che rappresentano l'84% del totale, per un ammontare complessivo di sanzioni applicate di euro 16.470.517 (71,3%). L'importo medio di queste sanzioni è di euro 7.023. Nel ramo in questione assumono prevalenza le ordinanze ingiunzione emesse per violazioni delle norme sulla liquidazione dei sinistri: si tratta di n. 1.438 provvedimenti (51,5% del totale) per euro 11.636.002, con un importo medio di sanzione di euro 8.091.

³³ La violazione di questo tipo di norme può essere più facilmente contestata quando l'accertamento delle violazioni delle procedure in materia di r.c.a. avviene in sede ispettiva.

regole di comportamento³⁴. In ogni caso, una significativa diminuzione del numero complessivo dei procedimenti è necessaria anche se si vuole inserire nel procedimento quel contraddittorio difensivo rafforzato innanzi l'organo decidente come da sollecitazioni della recente giurisprudenza amministrativa³⁵. Una simile riforma dovrebbe, nello stesso tempo, tener presenti, senza necessariamente appiattirsi su di essi, i cambiamenti introdotti dal d. lgs. n. 72/2015 di recepimento della CRD4 sulle norme sanzionatorie del TUB e del TUF.

Nella parte finale di questo mio intervento vorrei azzardare qualche speculazione sul futuro del settore assicurativo.

In particolare credo che sia naturale chiedersi se la vigilanza assicurativa continuerà a seguire, seppur con un certo ritardo, le evoluzioni di quella bancaria con un accentramento di poteri e attribuzioni a livello europeo che potrebbe portare l'EIOPA trasformarsi in qualcosa di simile al *Supervisory Board* della BCE.

Al riguardo mi sembra che sia possibile esprimere qualche fondato dubbio. Innanzitutto nel Trattato manca, attualmente, una norma, che consenta questo accentramento, simile all'art. 127.6 TFUE utilizzato per l'accentramento della Vigilanza bancaria nel *Supervisory Board* della BCE. Tale disposizione, anzi, dice solo quello che, a legislazione vigente, non è possibile e cioè l'attribuzione alla BCE anche della vigilanza assicurativa.

Ma a parte la fattibilità giuridica a diritto vigente vi è un problema di opportunità. Bisogna infatti vedere se l'accentramento simile a quello operato per le banche – sull'onda di un'emergenza che ha costretto ad operare a legislazione invariata e quindi a dilatare al massimo in sede interpretativa il predetto art. 127.6 TFUE, che consente l'attribuzione alla BCE di "*compiti specifici*" in materia

³⁴ Il riferimento a questo altro "ceppo" di norme verrà invece in considerazione quando le violazioni siano portate all'attenzione dell'autorità da reclami degli assicurati o dei danneggiati, che andrebbero opportunamente raggruppati per impresa, evitando l'ottica della parcellizzazione.

³⁵ Il riferimento è alla nota sentenza del Cons. St., VI, 26.3.2015, n. 1596.

di vigilanza – sia effettivamente adatto e auspicabile per il settore assicurativo.

Innanzitutto si può osservare come, per le assicurazioni, meno legate alla politica monetaria, al finanziamento dell'economia e alla stabilità finanziaria, l'esigenza stessa di un accentramento sia minore.

Quanto alle modalità di un eventuale graduale accentramento ritengo che si debba osservare attentamente l'esperimento in atto nel settore bancario ben consapevoli delle sue luci (tentativo di costruzione di un sistema quasi-federale in un importante settore) ma anche delle sue ombre. Dietro le quinte i protagonisti raccontano infatti di storie di lotte dei vari interessi nazionali "l'un contro l'altro armati" – a partire dall'inevitabile corsa all'occupazione delle posizioni che contano nella quale il ns. Paese, come al solito, non si è piazzato molto bene – che è l'esatto contrario di quell'aumentare la "distanza di braccio" della

Vigilanza dalla politica nazionale che era uno degli obiettivi politici fondanti della riforma e che si auspica possa comunque prevalere nel lungo periodo. Vi è inoltre il timore che l'accentramento della Vigilanza porti, nel medio-lungo periodo, a svalutare una tradizione di supervisione assai rigorosa, basata anche sull'intenso ricorso alle verifiche ispettive, della quale il nostro paese va giustamente orgoglioso essendo riuscita, anche durante la recente crisi, ad evitare dissesti bancari significativi. Altrettanto forte è la preoccupazione per la penalizzazione di un modello di banca commerciale basato sul tradizionale credito all'economia a favore di schemi di intermediazione più sbilanciati sulla finanza³⁶.

Per le assicurazioni, forse, la via potrebbe esser quella di un aumento dei

³⁶ Le problematiche del nuovo assetto della Vigilanza europea sono state al centro del recente convegno annuale ABI *Unione Bancaria e Basilea 3* (Roma 23.6.2015) nel corso del quale il D.G. dell'ABI Sabatini ha auspicato l'introduzione, a livello europeo, di un testo unico uguale per tutti i Paesi mentre per il Capo Dipartimento Vigilanza della Banca d'Italia Barbagallo la credibilità del disegno europeo della Vigilanza si gioca sulla capacità di assicurare, tra le banche sottoposte a vigilanza accentrata, un terreno di gioco quanto più possibile livellato, il che comporta un'omogeneizzazione delle normative fiscali, civilistiche e penali che richiede tempo.

poteri di uniformazione normativa dell'EIOPA senza accentramento delle responsabilità della vigilanza amministrativa sulle imprese. Quanto alla struttura, per l'EIOPA rafforzata, si potrebbe pensare ad un'organizzazione in qualche modo simile a quella della BCE nel campo della politica monetaria con l'utilizzo di qualcosa di simile ai Comitati di settore. Per un eventuale accentramento di attribuzioni a livello europeo in materia di assicurazioni dovrebbe essere assai meno rilevante l'esistenza di una geografia istituzionale variabile (Eurozona/UE), il che dovrebbe rendere le cose più semplici.

A livello politico generale sembra purtroppo che, in questo in questo momento, l'idea stessa dell'Europa sia in crisi e ciò non favorisce certo colpi d'ala riformatori in settori specifici. Forse paghiamo anche gli errori del passato che, dopo la caduta del muro di Berlino (1989) ha visto un entusiasmo integratore dar vita, in poco più di due lustri, al mercato unico, alla moneta unica e al grande allargamento a est, senza chiedersi se questi ambiziosi progetti fossero coerenti fra di loro e, soprattutto, sostenibili dal punto di vista istituzionale e politico. Segnalano questa crisi, che potrebbe essere anche "di crescita" ma per il momento sembra più foriera di pericolosi elementi disgregatori: *a)* la difficoltà a raggiungere soluzioni rapide e condivise ai problemi economici di uno Stato membro (Grecia), con conseguente aumento dei costi di gestione della crisi e rischi di disgregazione dell'Unione monetaria³⁷; *b)* l'affievolirsi della spinta all'allargamento; *c)* la significativa crescita, in molti paesi - e, di conseguenza anche nel Parlamento europeo - di partiti nazionalisti, populistici ed euroscettici; *d)*

³⁷ L'impatto della crisi greca sull'integrazione è ben sintetizzato da questo passo di un'attenta commentatrice: *"In questo contesto la crisi greca suscita effetti contrastanti. Da un lato, mostra che la maggior integrazione è necessaria, sia per evitare nuovi sconvolgenti debitori sia per risolvere alla radice il dramma greco. Dall'altro, la stessa crisi ad Atene, associata alla recessione economica, ha provocato nella zona euro sfiducia reciproca, tale da minare alla radice il processo di integrazione"*, cfr. ROMANO, *Tre tappe per completare l'unione monetaria*, in *Il Sole 24 ore*, del 23 giugno 2015, p. 5.

il rischio dell'uscita dell'UK dalla UE a seguito di referendum; e) l'incapacità dell'UE di esprimere una sola e autorevole voce nelle numerose crisi, vicine e lontane, che infiammano il mondo, dall'Ucraina al Medio oriente; f) la perdita di slancio, nonostante lodevoli iniziative³⁸, dei progetti di riforma che puntano ad una maggior integrazione in campo politico economico e militare, per colmare quella "zoppia" rispetto all'accentramento della politica monetaria già tempo fa' segnalata da Carlo Azeglio Ciampi e da altri europeisti convinti; g) il prevalere degli egoismi nazionali nella gestione di dossier caldi come quello dell'immigrazione, che ha visto addirittura risorgere il pericolo di muri alle frontiere e dove, alla fine, un compromesso è stato raggiunto solo in seguito a inedite contrapposizioni fra blocchi di Paesi con conseguenti gravi tensioni istituzionali.

Di fronte ad uno scenario simile, il pessimismo dell'intelligenza non deve far venir meno l'ottimismo della volontà che deve continuare a suggerirci forme più avanzate di integrazione sostenibile come uniche soluzioni che possono contribuire a dare a l'Europa un ruolo non secondario nel mondo globalizzato, ruolo al quale nessun paese singolo, ancorché grande, potente e coeso, può ragionevolmente aspirare. Dobbiamo farlo per noi - per non veder vanificati gli sforzi di una vita - e per i nostri figli, appartenenti a quella "generazione Erasmus" per la quale i confini nazionali, all'interno dell'Europa, già non esistono più. E nel campo della finanza (in senso ampio) nel quale siamo chiamati a operare dobbiamo farlo nella consapevolezza di essere spesso un settore trainante e di frontiera nel campo della devoluzione a livello europeo di ulteriori poteri, un laboratorio al quale il resto della società civile guarda con interesse.

³⁸ Cfr., per un raffronto fra le proposte di riforma dell'Eurozona italiana, tedesca e francese in discussione al vertice europeo di fine giugno, FABBRINI, *Una riforma per l'Eurozona*, *Il Sole 24 Ore* del 16 giugno 2015, p. 27.

Non è un caso che il completamento dell'Unione finanziaria è stato individuato come uno degli obiettivi della prima fase (1°.7.2015-30.6.2017) del progetto di completamento dell'Unione, recentemente messo a punto a livello europeo³⁹.

Enrico Galanti

Capo dell' Ufficio Consulenza Legale dell'IVASS

Patrizia Rosatone

Funzionario dell'IVASS

³⁹ Cfr. il documento *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, Relazione di JUNCKER in stretta collaborazione con TUSK – DIJSSELBLOEM - DRAGHI - SCHULZ, pubblicato il 22 giugno 2015.

L'UFFICIO PARLAMENTARE DI BILANCIO NELL'ORDINAMENTO ITALIANO*.

(The Parliamentary Budget Office in the Italian legal framework)

ABSTRACT: *Fiscal councils are national, independent institutions, financed through public funds, whose purpose is to induce governments to adopt responsible behavior in the field of fiscal policy. They constitute, together with numerical fiscal rules, a tool to limit deficit bias, i.e. the wide-spread trend towards high public deficits. They should deter the national government, and the parliament, from adopting unsound fiscal policies, providing independent, timely, and non-*

* Le opinioni e le valutazioni qui espresse sono strettamente personali e non coinvolgono in alcun modo l'Istituzione presso la quale l'Autore presta la propria attività professionale. Per ulteriori approfondimenti sul tema in subiecta materia cfr. BOGAERT – DOBBELAERE – HERTVELDT - LEBRUN, *Fiscal councils, independent forecasts and the budgetary process: lessons from the Belgian case*, Federal Planning Bureau, (FPB), 2006; CALMFORS - WRENLEWIS), *What should fiscal councils do?*, in *University of Oxford Department of Economics Discussion Paper 537*, 2011; DEBRUN - HAUNER - KUMAR, *Independent Fiscal Agencies*, in *Journal of Economic Surveys*, 23, 2009; DEBRUN, *Democratic Accountability, Deficit Bias and Independent Fiscal Agencies*, in *IMF Working Paper no. 11/173*, 2011; EU COMMISSION SERVICES (2006), *Public Finances in EMU*, 2006; EU COMMISSION SERVICES, *Fiscal frameworks across Member States: Commission services country fiches from the 2011 EPC peer review*, in *Occasional paper 91*, 2012; FRANCO, *Indagine conoscitiva nell'ambito dell'esame della proposta di legge C.5603 per l'attuazione del principio del pareggio di bilancio. Testimonianza di Daniele Franco, Banca d'Italia*, V Commissione Camera dei Deputati, 2012; IMF, *Reforming Fiscal Governance in the European Union*, Staff Discussion Note, SDN 15/09, 2015; KOPITS, *The Role of independent Watchdogs in Good Fiscal Governance*, seminario alla Camera dei Deputati, Roma, 8 giugno 2011; ID., *Independent Fiscal Institutions: Developing Good Practices*, in *paper prepared for the 3rd Annual Meeting of OECD Parliamentary Budget Officials*, 2011; KUMAR, *Promoting Fiscal Discipline*, Ter-Minassian, Editors, IMF, 2007; LANDI, *L'Ufficio parlamentare di bilancio. Un'analisi economico-giuridica e alcune valutazioni sulla legge istitutiva*, Osservatorio Monetario, Università Cattolica e ASSBB, n. 2/2013, luglio 2013; PISAURO, *Audizione del Presidente dell'UPB*, Commissioni riunite V della Camera dei Deputati e 5a del Senato della Repubblica, 24 settembre 2014, consultabile sul sito webtv.camera.it, 2014; SENATO DELLA REPUBBLICA E CAMERA DEI DEPUTATI, *Protocollo per l'attuazione del Capo VII della Legge 24 dicembre 2012, n. 243*, relativo all'istituzione dell'Ufficio parlamentare di bilancio, dicembre 2013; SENATO DELLA REPUBBLICA, *Resoconto stenografico*, Giunta per il Regolamento del Senato, seduta dell'11 dicembre 2013. Contributo approvato dai revisori.

partisan assessments on national budget policy. They have no role in the definition and implementation of fiscal policy, and they are not empowered to impose sanctions against governments responsible for undisciplined budgetary policies. They perform different, and complementary, functions from those undertaken by court of auditors, central banks, public and private research centers, and international organizations engaged in multilateral surveillance activities (IMF, OECD, and EU Commission). Following the reform of the European governance with the Six-pack, the Fiscal Compact and the Two-Pack, fiscal council has been seen by the European Union as the mechanism, together with the balanced budget rule in structural terms, to strengthen fiscal discipline in Member States. The Italian Parliamentary Budget Office, envisaged by the 2012 Constitutional reform (L. Cost. 1/2012) was established in April 2014, with the appointment of Board's members. The paper examines the legal provisions, in terms of independence, criteria for appointment, mandate, staff, funding, communication requirements with the public, in light of European requirements and international best practices.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Le normativa comunitaria e il Trattato internazionale TSCG. - 3. La Legge Costituzionale 1/2012 e la Legge rinforzata 243/2012: l'Ufficio parlamentare di bilancio. - 4. L'UPB e la struttura di vertice. - 5. Il Protocollo per l'istituzione dell'UPB. - 6. L'autonomia organizzativa e gestionale. - 7. Il mandato. - 8. Accesso alle informazioni. - 9. Trasparenza e comunicazione. - 10. Il personale. - 11. Finanziamento. - 12. Comitato scientifico. - 13. Conclusioni.

1. I *fiscal council* sono organismi nazionali, indipendenti o funzionalmente autonomi dall'autorità di politica di bilancio (ossia il governo e il parlamento), finanziati con fondi pubblici, aventi lo scopo di indurre i governi a comportanti responsabili in materia di politiche di bilancio. Come le regole di bilancio nume-

riche permanenti, costituiscono uno strumento per limitare il *deficit bias*, ossia la tendenza verso elevati deficit pubblici. Le regole di bilancio sono uno strumento per limitare la discrezionalità del *policy maker*, rafforzando la credibilità della politica di bilancio, attraverso una correzione della struttura degli incentivi del decisore politico, struttura, che lo induce, tendenzialmente, a comportamenti non virtuosi nella gestione della politica di bilancio¹.

L'uso discrezionale o meno della politica di bilancio è uno delle grandi discriminanti tra la teoria economica *mainstream* e la teoria keynesiana e neo-keynesiana. La letteratura *mainstream* presenta due ordini di ragioni per le quali sarebbe opportuno limitare la discrezionalità del *policy maker* nel campo della politica di bilancio. Il primo ordine di motivazioni riguarda, da una parte, l'esistenza di ritardi lunghi e variabili nella attuazione della politica di bilancio, che la renderebbero destabilizzante; dall'altra, la cosiddetta equivalenza ricardiana renderebbe inefficace la politica di bilancio². Un secondo ordine di ragioni riguarda la struttura degli incentivi del *policy maker* e in definitiva il funzionamento della democrazia. Si tratta dei fenomeni del ciclo elettorale, della miopia degli elettori, dell'incoerenza temporale del *policy maker*, dei problemi di *common pool*, del comportamento strategico dei partiti e delle maggioranza fram-

¹ Le regole fiscali numeriche permanenti possono riguardare le entrate, la spesa, il debito e i saldi di bilancio. Negli ultimi venticinque anni vi è stata una proliferazione di regole fiscali numeriche, soprattutto nei paesi europei. Nell'ambito europeo, inizialmente esse riguardavano principalmente i livelli di governo sub-centrali; successivamente sono state introdotte a livello dell'intera PA e/o del sotto-settore della previdenza. Il fenomeno si spiega sia con l'aumento della spesa previdenziale, sia con i requisiti del Patto di Stabilità e Crescita, che pone vincoli numerici sul deficit della PA (3 per cento del PIL) e sul debito dell'intero settore pubblico (60 per cento del PIL).

² La cosiddetta equivalenza ricardiana (o di Barro-Ricardo) afferma l'equivalenza tra imposte correnti e imposte future (a parità di valore attuale delle imposte). Secondo questa proposizione del 1820, successivamente ripudiata da David Ricardo, e ripresa nel 1974 da Barro, la scelta di finanziare le spese governative attraverso il debito o con un aumento delle imposte non influenza il livello della domanda aggregata. L'equivalenza ricardiana vale solo se sono verificate assunzioni forti, tra cui perfetta razionalità degli individui, perfetta informazione, mercati dei capitali perfetti e altruismo intergenerazionale.

mentate, della tendenza dei governi a produrre previsioni macroeconomiche e/o di bilancio eccessivamente ottimistiche³. Secondo i teorici *mainstream*, il complesso dei fenomeni sopra menzionati suggerirebbe la necessità di “legare le mani” al *policy maker*. D'altra parte l'azione degli stabilizzatori automatici è sostanzialmente accettata dagli economisti *mainstream*⁴.

I neo-keynesiani e i post-keynesiani sostengono invece l'uso discrezionale della politica di bilancio come strumento per manipolare il livello della domanda

³ Secondo la letteratura economica all'origine del *deficit bias* ci sono fenomeni attinenti alla struttura degli incentivi dei *policy maker* e alle preferenze degli elettori. Tra questi va menzionato il ciclo elettorale (ossia la tendenza all'aumento della spesa pubblica e/o alla riduzione delle entrate prima delle tornate elettorali) e la miopia degli elettori, che preferiscono un aumento di spesa pubblica e/o un taglio della tassazione nell'immediato, non considerando che nel medio periodo occorrerà una correzione dei conti pubblici. Altre possibili spiegazioni fanno riferimento all'incoerenza temporale della politica economica (cioè che per il *policy maker* è ottimale al tempo t per il tempo $t+1$, non è più ottimale al tempo $t+1$) e al comportamento strategico dei partiti. Infine, altre spiegazioni riguardano le maggioranze parlamentari frammentate (che tendono a determinare un aumento della spesa pubblica, necessaria per tenere insieme i vari segmenti della coalizione) e il fenomeno noto con il nome di *common pool*, ossia il fatto che attori politici, rappresentanti gruppi di pressione diversi, entrino in negoziazioni per l'allocazione delle risorse pubbliche, con l'obiettivo di soddisfare le aspettative della propria base elettorale. Ogni attore tende a massimizzare l'appropriazione delle risorse pubbliche, senza internalizzare il vincolo di bilancio complessivo. Il risultato è un aumento della spesa pubblica, e quindi, tendenzialmente, del deficit. Da notare che i benefici di un aumento della spesa pubblica tendono a essere generalmente concentrati su piccoli gruppi (molto determinati nel perseguimento degli obiettivi), mentre i costi si scaricano sull'universo dei contribuenti; l'asimmetria nella ripartizione dei costi e benefici rende più probabile l'aumento della spesa pubblica. Alla base del *deficit bias* vi può essere inoltre la tendenza dei governi a produrre previsioni macroeconomiche e/o di bilancio eccessivamente ottimistiche nell'ambito della programmazione economico-finanziaria: l'eccesso di ottimismo *ex ante* sull'evoluzione dell'economia e/o sulle grandezze di bilancio determina quindi, *ex post*, deficit imprevisi (e quindi un aumento dello stock di debito pubblico). Queste argomentazioni, che sottendono invero un certo grado di sfiducia nella politica e nei *policy maker*, riguardano in pratica il meccanismo di funzionamento della democrazia; hanno pertanto una portata generale e descrivono meccanismi potenzialmente sempre all'opera nei paesi democratici. Gli economisti hanno avanzato ulteriori ipotesi per spiegare l'evidenza empirica dei *deficit bias* crescenti negli ultimi 40 anni precedenti la crisi del 2008; tali ulteriori spiegazioni riguardano la crescita della dimensione del settore pubblico nelle economie industrializzate (estensione del welfare e della quantità di beni e servizi pubblici forniti), la globalizzazione, e l'integrazione monetaria dei paesi dell'area dell'euro (per i paesi europei), con il corollario dell'insufficiente funzionamento del meccanismo di disciplina dei mercati nei confronti dei paesi con politiche di bilancio indisciplinate.

⁴ Si tratta degli elementi del sistema fiscale in senso lato (aliquote delle imposte, trasferimenti dal bilancio pubblico) che hanno un effetto di stabilizzazione del ciclo economico, in assenza di interventi discrezionali del *policy maker*.

aggregata, al fine di ottenere un equilibrio di pieno impiego in condizioni non inflazionistiche. Questo implica incorrere in deficit di bilancio in situazioni di carenza di domanda aggregata, e conseguire invece avanzi di bilancio in situazioni inflazionistiche, o di deficit insostenibili delle partite correnti. Secondo questa visione, la componente strutturale del saldo di bilancio andrebbe usata attivamente, per rinforzare l'azione degli stabilizzatori automatici. Secondo i keynesiani vi è poi una situazione particolare, quella della trappola della liquidità, dove l'uso discrezionale della politica di bilancio è l'unico strumento di *policy* efficace.

Con l'istituzione di un *fiscal council* si intende quindi accrescere la disciplina e la responsabilità di bilancio, limitando la discrezionalità del *policy maker*. Spesso l'introduzione di regole di bilancio numeriche permanenti si accompagna alla creazione di un *fiscal council*, che vigili sull'osservanza delle regole stesse. L'utilizzo contemporaneo di entrambi gli strumenti discende dal rischio, concreto, che il *policy maker* sia tentato, grazie al monopolio informativo di cui gode sulla finanza pubblica e la politica di bilancio, di aggirare le regole numeriche esistenti nel *fiscal framework* nazionale⁵. Si rende quindi opportuna la presenza di un organismo, un soggetto autonomo dall'esecutivo e dal parlamento (ossia dalle autorità di bilancio), che funga da guardiano delle regole fiscali introdotte dal legislatore. I *fiscal council* non hanno però alcun ruolo nella definizione e nell'implementazione della politica di bilancio (che resta saldamenti nelle mani dei governi). In questo senso sono altra cosa rispetto alla cosiddetta *Fiscal Authority*, proposta dalla letteratura economica e mai sperimentata nella realtà, perché in antitesi con il principio democratico⁶.

⁵ Con il termine *fiscal framework* si intende l'insieme delle istituzioni, delle regole e delle procedure riguardanti la politica di bilancio di ciascun paese.

⁶ La *Fiscal Authority*, sulla falsariga del banchiere centrale indipendente, sarebbe incaricata della ideazione e della conduzione della politica di bilancio. Naturalmente si tratta di una costruzione

Quindi che tipo di azione svolgono nel concreto i *fiscal council*? I compiti del guardiano fiscale sono quelli di scoraggiare politiche *unsound*, aumentando i costi “reputazionali” dei governi, in caso di violazione dell’impegno ad adottare politiche di bilancio sostenibili, e quello di vigilare sul rispetto delle regole numeriche permanenti di bilancio, se esistenti. Affinché il meccanismo di dissuasione delineato funzioni, è necessario che il *fiscal council* aiuti il parlamento e l’elettorato a formarsi un’opinione *unbiased* sulle politiche di bilancio del governo. E’ necessario, in altre parole, infrangere il monopolio governativo dell’informazione sul bilancio pubblico e le politiche di bilancio, a beneficio dei parlamentari, *in primis*, e dell’opinione pubblica. In sintesi, i *fiscal council*, se efficaci, migliorano la qualità della democrazia e del processo di decisione politico nell’ambito della politica di bilancio. E’ fondamentale sottolineare che il guardiano fiscale non ha poteri sanzionatori nei confronti del governo, dal momento che il giudizio sulle politiche attuate dal governo spetta solo al parlamento e, in ultima analisi, all’elettorato. Il *fiscal council* non ha poteri interdittivi; non ha i poteri della magistratura, né quelli tipici della corte dei conti e non esercita controlli giurisdizionali. Il meccanismo su cui si fonda il funzionamento del *fiscal council* è invece un meccanismo di dissuasione, che opera sulla struttura degli incentivi del governo; per poter essere efficace, questo meccanismo, privo di strumenti giuridici sanzionatori, deve avere effetto sulla reputazione del governo agli occhi degli elettori. Solo il corpo elettorale, con il voto, potrà eventualmente punire il governo (e la maggioranza che lo sostiene) per aver adottato politiche di bilancio indisciplinate.

Va precisato che, proprio perché la responsabilità della politica di bilancio non può che rimanere saldamente nel circuito fiduciario parlamento-governo in

astratta, che contraddice alla radice il principio democratico. Non è un caso che il parlamento e la democrazia parlamentare nascono, storicamente, con lo scopo di assoggettare la politica di bilancio del sovrano assoluto al controllo dei rappresentanti della comunità nazionale.

base al principio democratico, nessun *fiscal council* potrà mai impedire a un governo, sorretto dalla maggioranza parlamentare, di adottare politiche *unsound*.

Gli obiettivi che si vogliono conseguire con l'istituzione di un *fiscal council* nazionale sono in genere molteplici:

1. ridurre il *deficit bias* e la pro-ciclicità delle politiche di bilancio;
2. ripristinare la credibilità della politica di bilancio, ove essa sia venuta meno;
3. migliorare la trasparenza dei conti pubblici, e la consapevolezza dell'opinione pubblica sul vincolo di bilancio intertemporale del governo;
4. rafforzare la sostenibilità del debito pubblico nel lungo periodo (tenendo, ad esempio, in debito conto i costi di *ageing* della popolazione e le altre passività implicite del bilancio pubblico);
5. implementare *good practices* internazionali nel campo della politica di bilancio.

Vale la pena sottolineare che i primi *fiscal council* sono stati fondati negli anni '40 e '50 (come il CPB olandese, nel 1947, e il tedesco Working Party on Tax Revenue Forecasting nel 1955); quindi molto tempo prima della costituzione del Congressional Budget Office (CBO) statunitense (1974), il più importante e prestigioso *fiscal council* esistente nel mondo, e ben prima che la letteratura economica teorizzasse il "guardiano fiscale" come possibile rimedio al *deficit bias*. Alcuni di essi avevano altre finalità in origine, e il mandato ad essi affidato è stato progressivamente modificato nel corso del tempo, al variare delle circostanze e delle necessità del paese ove operavano, senza seguire un disegno predeterminato. Nel corso del tempo si sono evoluti in ciò che oggi noi propriamente chiamiamo *fiscal council*.

A seguito della crisi, non solo economica, ma anche istituzionale della costruzione europea, e sulla base della interpretazione che di quella crisi la Com-

missione e gli stati *core*, Germania *in primis*, hanno elaborato, i *fiscal council* emergono come parte integrante del nuovo paradigma europeo. Se la crisi europea è una crisi dovuta all'indisciplina di bilancio degli Stati Membri che né il Patto di Stabilità e Crescita del 1997, peraltro già riformato una prima volta nel 2005, né la cosiddetta disciplina di mercato hanno saputo prevenire e imbrigliare, allora la soluzione non può che essere una maggiore disciplina fiscale, da realizzarsi attraverso a) l'istituzione di nuove regole di bilancio a livello nazionale, e b) un guardiano nazionale che su quelle stesse regole vigili. Questo paradigma emerge con nitidezza dal trittico Six-Pack-Trattato sulla Stabilità, il Coordinamento e Crescita (TSCG)-Two-Pack.

2. La Direttiva 85/2011, parte del Six-Pack, sui requisiti minimi dei *fiscal framework* nazionali, ha posto l'obbligo per i singoli Stati Membri di introdurre regole numeriche di bilancio nel proprio *fiscal framework*; d'altra la Direttiva stabilisce che un monitoraggio affidabile e tempestivo circa il rispetto delle regole di bilancio nazionali, compreso il rispetto dell'obiettivo nazionale di bilancio di medio termine (MTO), deve essere svolto da organismi nazionali indipendenti, o dotati di indipendenza funzionale nei confronti delle autorità di bilancio del paese (articolo 6(1)(b)). Tale norma si applica a tutti gli Stati Membri, con l'eccezione del Regno Unito⁷.

Con il Trattato internazionale TSCG del marzo 2012, gli stati contraenti si sono impegnati ad affidare ad organismi nazionali indipendenti il monitoraggio del rispetto della prima regola posta dal Trattato, ossia l'equilibrio di bilancio inteso come raggiungimento dell'obiettivo di medio termine (MTO) nazionale⁸.

⁷ Entro il 31 dicembre 2013, gli Stati Membri dovevano adottare le disposizioni necessarie per conformarsi alla Direttiva.

⁸ La prima regola (art. 3, comma 1), stabilisce che il conto consolidato della PA deve essere in pareggio o presentare un avanzo. La regola è rispettata se l'indebitamento netto strutturale è pari

All'organismo indipendente è attribuita anche la funzione di monitoraggio circa il funzionamento del meccanismo di correzione automatico, meccanismo obbligatorio ex articolo 3 (2) del TSCG, rispetto alle deviazioni rispetto al MTO. Il Trattato ha affidato alla Commissione il compito di fissare dei principi, noti come Common Principles, approvati dall'ECOFIN nel giugno 2012, che devono guidare gli stati contraenti sia nel *design* del meccanismo di correzione, sia nella costituzione del *fiscal council* e dei suoi compiti.

Con un terzo intervento, questa volta con valenza di norma comunitaria, il Regolamento Ue 473/2013, si è voluto grandemente rafforzare il ruolo di questi organismi, ancorando nell'ordinamento comunitario la definizione di organismo indipendente, i requisiti funzionali e i compiti che devono essere svolti. Il Regolamento in questione (articolo 2(1)(a)) impone la costituzione di questi organismi, e stabilisce i principi da soddisfare per garantirne l'indipendenza:

1. la loro istituzione deve essere prevista da una legge nazionale, o comunque da un atto avente forza di legge;
2. devono essere indipendenti, o funzionalmente autonomi, dalle autorità di bilancio, ovvero da altri organismi pubblici o privati;
3. devono avere la capacità di comunicare con l'opinione pubblica in modo tempestivo ed efficace;
4. devono essere previste procedure appropriate per la selezione dei membri degli organi direttivi, sulla base di criteri di competenza e di esperienza;

(o almeno converge velocemente) all'obiettivo di bilancio di medio termine del paese, come definito dal Patto di Stabilità e Crescita, con un limite inferiore di -0,5 per cento (-1 per cento per paesi con debito/PIL inferiore al 60 per cento). Cfr., per una trattazione approfondita del MTO, DE IOANNA - LANDI, *Politica, tecnica e democrazia: un rapporto cruciale*, Econpubblica, Short Notes, Università Bocconi, 2012.

5. devono poter disporre di risorse economiche sufficienti e di accesso pieno alle informazioni rilevanti per lo svolgimento dei compiti assegnati.

Il Regolamento in questione entra poi nel merito dei compiti da assegnare a questi organismi. Da una parte, ribadisce i compiti di monitoraggio circa il rispetto delle regole numeriche di bilancio nazionali, compreso il MTO, e sull'attivazione del meccanismo correttivo in relazione alle deviazioni significative nei confronti del MTO, o al percorso di aggiustamento verso il MTO. L'organismo deve fornire una valutazione pubblica, sia sul processo di correzione (valutare se esso è in linea con le regole nazionali e con i piani di rientro), sia sull'attivazione delle clausole di salvaguardia, in caso di eventi eccezionali, che consentono un temporaneo allontanamento dal MTO o dal percorso di aggiustamento.

Dall'altra, il Regolamento in oggetto assegna agli organismi indipendenti un nuovo compito: elaborare, o validare, le previsioni macroeconomiche. Infatti, il Regolamento dispone che la programmazione economico-finanziaria e la legge di bilancio degli Stati Membri siano fondate su previsioni macroeconomiche indipendenti, che sono prodotte, ovvero sono certificate, da un organismo nazionale indipendente. Gli Stati Membri devono rivelare se le previsioni indipendenti sono state prodotte da organismi indipendenti, o solo validate da questi.

Per quanto riguarda le previsioni del quadro di bilancio, gli Stati Membri hanno la facoltà di coinvolgere l'organismo indipendente nella produzione o validazione di tali previsioni, ma non vi è alcun obbligo. In ogni caso, vi è un dovere di *disclosure*, intendendosi la necessità di rendere pubblico se vi è stato il coinvolgimento o meno dell'organismo indipendente nel campo delle previsioni delle grandezze di bilancio.

Agli Stati Membri spetta poi adottare procedure trasparenti per la produzione/validazione delle previsioni macroeconomiche: l'organismo indipendente

deve essere posto in condizione di poter esercitare il proprio mandato, quale che esso sia⁹.

Indipendentemente dal fatto che le previsioni sia prodotte o certificate, gli Stati Membri devono, infine, prevedere idonee procedure per fronteggiare situazioni in cui vi siano valutazioni diverse tra il governo e l'organismo sulle principali variabili economiche.

3. Vediamo come il nostro Paese ha attuato le prescrizioni dell'ordinamento comunitario e quelle delle TSCG¹⁰.

La Legge costituzionale 1/2012, che ha introdotto il principio dell'equilibrio dei bilanci¹¹ in Costituzione, ha disposto che mediante una legge rinforzata, da approvarsi entro il febbraio 2013, fosse costituito un organismo indipendente, presso le Camere, avente compiti di "analisi e verifica degli andamenti di finanza pubblica e di valutazione dell'osservanza delle regole di bilancio" (art. 5, comma 1, lettera f). La definizione dettagliata dei compiti, non-

⁹ Ad esempio, nel caso di affidamento delle previsioni all'organismo, il ministero dell'economia deve fornire tutte le informazioni necessarie sul quadro previsionale di bilancio e sui risultati di bilancio di consuntivo. Nel caso di validazione, è necessario stabilire le procedure e le modalità di validazione, compreso un calendario con le azioni che ogni singolo soggetto coinvolto nel processo deve adottare, e una procedura di revisione qualora in prima battuta le previsioni governative non fossero certificate dall'organismo. L'organismo deve sempre rendere pubbliche le sue decisioni e motivarle.

¹⁰ Non si esaminano qui in dettaglio le ragioni per le quali la costituzione di un *fiscal council* in Italia sarebbe stata opportuna già molto tempo prima che l'ordinamento europeo non la rendesse obbligatoria, ma cfr., ad esempio, BALASSONE – FRANCO - GORETTI, *Italy: What Role for an Independent Fiscal Institution?*, in *Restoring Public Debt Sustainability. The Role of Independent Fiscal Institutions*, a cura di George Kopits, Oxford University Press, 2013: "As discussed above, the main weaknesses of Italy's fiscal framework are the unsatisfactory quality and opacity of data used as input in the decision-making process; unreliable baseline estimates, including incomplete disclosure of the underlying assumptions and methodology; the lack of authoritative evidence-based analyses to support policy design; poor information systems hindering effective monitoring; and loose protocols that delay reactions when deviations emerge. Many of these weaknesses (including the associated deficit bias and pro-cyclicality) would be mitigated by the existence of an IFI (Independent Fiscal Institution) with the explicit mandate to monitor the drafting and implementation of fiscal policy – as shown in several chapters in this volume."

¹¹ Cfr. il combinato disposto dei novellati artt. 97 e 81 della Costituzione.

ché della struttura, della *governance* e del finanziamento di questo organismo veniva demandata alla legge rinforzata di attuazione del disposto costituzionale. Il legislatore ha adempiuto al dettato costituzionale con la Legge 243 del dicembre 2012, che ha disciplinato, tra gli altri aspetti, anche l'istituzione dell'Ufficio Parlamentare di bilancio (UPB), ossia il guardiano fiscale italiano. Il legislatore costituzionale (L. Cost. 1/2012), nel prevedere l'istituzione del *fiscal council*, ha optato per il modello parlamentare, che ha nel Congressional Budget Office (CBO) statunitense il suo massimo esempio. La legge rinforzata di attuazione del disposto costituzionale (Legge 243/2012) ha poi fornito indicazioni più dettagliate in merito al funzionamento dell'organismo (artt. 16-19). Le questioni più rilevanti da esaminare riguardano la struttura, la *governance*, il mandato e il personale; mi soffermerò su questi nodi, offrendo al lettore alcune considerazioni alla luce delle *best practices* internazionali.

4. La Legge costituzionale stabilisce che l'Ufficio Parlamentare di bilancio (UPB) sia costituito presso le Camere, con operatività a partire dal primo gennaio 2014. In realtà, l'UPB è stato formalmente istituito con alcuni mesi di ritardo, dovuto alle complesse procedure di nomina, nell'aprile 2014, come si dirà più avanti.

L'Ufficio opera in piena autonomia e con indipendenza di giudizio e di valutazione, ed è costituito da un Consiglio di tre membri, di cui uno con funzioni di Presidente, nominati con decreto adottato d'intesa dai Presidenti del Senato della Repubblica e della Camera dei deputati, nell'ambito di un elenco di dieci soggetti indicati dalle Commissioni parlamentari competenti in materia di finanza pubblica a maggioranza dei due terzi dei rispettivi componenti, secondo modalità stabilite dai Regolamenti parlamentari. I membri del Consiglio sono scelti tra persone di riconosciuta indipendenza e comprovata competenza ed espe-

rienza in materia di economia e di finanza pubblica a livello nazionale e internazionale. Il mandato, non rinnovabile, dura 6 anni. Il Presidente ha un ruolo preminente, in quanto rappresenta l'Ufficio, convoca il Consiglio e ne stabilisce l'ordine del giorno; se richiesto, svolge audizioni presso le Commissioni parlamentari competenti in materia di finanza pubblica; presenta il programma annuale di attività dell'UPB alle Commissioni competenti. Inoltre le analisi e i rapporti prodotti nell'esercizio delle funzioni dall'UPB sono adottati dal Consiglio su proposta del Presidente. Con riferimento al disegno dell'organo direttivo, l'esperienza dei *fiscal council* collocati presso il parlamento avrebbe suggerito l'adozione di un vertice di tipo monocratico, piuttosto che di quello collegiale, per coerenza con il modello parlamentare prescelto dal legislatore costituzionale¹². Infatti in tutti gli organismi collocati presso il parlamento il vertice ha natura monocratica. Il legislatore ha invece optato per il vertice collegiale, delineando una procedura complessa di nomina, che richiama per certi versi quella prevista per la nomina del Presidente dell'ISTAT,¹³ che richiede appunto il voto determinante dei due terzi dei componenti le Commissioni competenti delle Camere. La necessità che vi sia un ampio consenso delle forze parlamentari sui designati, evidenziato dalla regola dei due terzi, è sicuramente un elemento positivo, che rafforza indubbiamente l'iter procedurale; tuttavia la soluzione collegiale adottata, non esclude, a parere di chi scrive, il rischio di politicizzazione

¹² Nelle audizioni parlamentari sul disegno di legge rafforzata, a favore del vertice monocratico si erano espressi anche il Presidente dell'ISTAT e il rappresentante della Commissione europea. Cfr. GIOVANNINI, *Indagine conoscitiva nell'ambito dell'esame della proposta di legge C.5603 per l'attuazione del principio del pareggio di bilancio. Audizione del Presidente Enrico Giovannini*, ISTAT, V Commissione Camera dei Deputati, 2012; PENCH, *Indagine conoscitiva nell'ambito dell'esame della proposta di legge C.5603 per l'attuazione del principio del pareggio di bilancio. Testimonianza di Lucio Pench, Commissione Ue*, V Commissione Camera dei Deputati, 2012.

¹³ Art. 5 della Legge 196/2009 (Legge di contabilità e finanza pubblica). A differenza di quanto previsto per la designazione del Presidente dell'ISTAT, l'iter procedurale delineato dalla Legge 243 non contempla, per evidenti ragioni di opportunità, alcun ruolo per il Presidente del Consiglio e per il Consiglio dei Ministri.

dell'organismo.

La norma prevede un'incompatibilità per i membri del Consiglio legata alla durata del mandato. Essi, infatti, non possono esercitare, a pena di decadenza, alcuna attività professionale o di consulenza, né possono essere amministratori o dipendenti di soggetti pubblici o privati, né ricoprire altri uffici pubblici di qualsiasi natura. Inoltre, i dipendenti pubblici sono collocati fuori ruolo per l'intera durata del mandato. Si tratta di una norma in linea con la legislazione istitutiva delle Autorità di garanzia in Italia. L'istituto dell'incompatibilità nelle Autorità di garanzia ha, infatti, la funzione di assicurare che il titolare dell'ufficio si dedichi esclusivamente alla cura degli interessi che gli sono affidati, con l'obbligo quindi di abbandonare gli altri eventuali incarichi in essere al momento dell'assunzione della carica, e il divieto di assumere incarichi esterni durante il periodo di svolgimento del mandato conferito.

Al fine di assicurare l'indipendenza dell'organismo, la norma deve regolamentare non soltanto l'iter di nomina, ma anche la procedura e le cause di revoca dei componenti l'organo di vertice. La legge prevede che i membri del Consiglio possano essere revocati dall'incarico solo per gravi violazioni dei doveri d'ufficio, con decreto adottato d'intesa dai Presidenti delle Camere, su proposta delle Commissioni parlamentari competenti in materia di finanza pubblica, adottata a maggioranza dei due terzi dei relativi componenti, secondo modalità stabilite dai Regolamenti parlamentari. La norma, pertanto, disegna la procedura di revoca in modo simmetrico a quella di nomina, delimitando al contempo i casi in cui il venir meno dell'incarico è possibile, a garanzia dell'indipendenza dell'organismo.

Vale la pena sottolineare che sarebbe stato opportuno prevedere nella norma sui criteri di nomina una previsione di incandidabilità, temporalmente circoscritta, per alcune categorie di soggetti, tra cui certamente, ma non esclusi-

vamente, i membri del Governo nazionale, del Parlamento, del Parlamento europeo e di altri organi (le giunte delle autonomie territoriali)¹⁴. D'altra parte sulla base delle *best practices* internazionali sarebbe stato opportuno prevedere un'incompatibilità successiva, anch'essa temporalmente circoscritta, al fine di escludere in radice anche la mera eventualità che l'esercizio delle attribuzioni inerenti la carica di membro del Consiglio possa essere influenzato o distorto dall'interesse del beneficiario a preconstituirsene benefici futuri, in termini di incarichi successivi alla cessazione della carica, in *primis* nell'Amministrazione dello Stato. Occorre peraltro ricordare che la normativa istitutiva di alcune Autorità indipendenti italiane già prevede l'incompatibilità sopravvenuta per un certo lasso temporale successivo alla scadenza del mandato. I componenti dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas, ad esempio, per almeno quattro anni dalla cessazione dell'incarico non possono intrattenere, direttamente o indirettamente, rapporti di collaborazione, di consulenza o di impiego con le imprese operanti nel settore di competenza. Anche la Legge 215 del 2004 prevede casi di incompatibilità sopravvenuta, nella fattispecie l'incompatibilità derivante dall'aver esercitato cariche di Governo (articolo 2, comma 4), per un periodo di 12 mesi dal termine della carica di Governo¹⁵.

In termini di requisiti personali, la norma menziona la "comprovata competenza ed esperienza in materia di economia e di finanza pubblica a livello na-

¹⁴Nel caso del *fiscal council* portoghese, la legge istitutiva (Legge 54/2011) prevede espressamente l'incompatibilità, entro i 24 mesi precedenti, per i parlamentari (anche europei), i membri del governo nazionale e dei governi regionali, i membri degli organi esecutivi degli enti locali, nonché per i membri degli organi esecutivi nazionali dei partiti politici e per i manager pubblici. In Italia, il principio dell'incompatibilità antecedente la nomina è stata prevista, per esempio, nel 2009 per i membri della Commissione per la valutazione, la trasparenza e l'integrità delle amministrazioni pubbliche, i quali non possono essere scelti tra persone che rivestano o che abbiano rivestito incarichi pubblici elettivi o cariche in partiti politici o in organizzazioni sindacali nei tre anni precedenti la nomina (articolo 13, comma 3, del decreto legislativo 27 ottobre 2009, n. 150).

¹⁵ La norma vieta, tra l'altro, di ricoprire cariche o uffici o svolgere altre funzioni comunque denominate in enti di diritto pubblico, anche economici.

zionale e internazionale” e la “riconosciuta indipendenza”. In assenza di ulteriori specificazioni nella norma primaria, i temi dell’incandidabilità, dell’incompatibilità e soprattutto della precisazione dei requisiti di “competenza” e “indipendenza” sono stati affrontati nell’autunno del 2013 dagli Uffici di Presidenza delle Commissioni bilancio delle Camere, i quali hanno approntato un Protocollo per l’istituzione dell’UPB, come si dirà nel prossimo paragrafo. I margini di manovra nell’ambito del Protocollo, tuttavia, non potevano che essere limitati, in quanto, per giurisprudenza costante della Corte Costituzionale, della Corte di Cassazione e del Consiglio di Stato, la limitazione dei diritti soggettivi richiede necessariamente una norma di legge.

5. Come si è detto, la Legge 243 rimanda ai Regolamenti parlamentari la definizione delle procedure di selezione dei tre membri del Consiglio e si limita a fissare i requisiti di indipendenza e competenza. Nelle more dell’introduzione di una specifica disciplina regolamentare, gli Uffici di Presidenza delle Commissioni Bilancio hanno elaborato, d’intesa con le Presidenze dei due rami del Parlamento, un protocollo sperimentale per consentire l’istituzione dell’Ufficio parlamentare di bilancio. Tale protocollo è stato proposto dai Presidenti delle competenti Commissioni del Senato e della Camera, acquisito l’avviso favorevole dei rispettivi Uffici di Presidenza; è stato ratificato dalle Giunte per il Regolamento del Senato e della Camera e infine adottato d’intesa dai due Presidenti della Camere nel dicembre del 2013¹⁶. Il Protocollo fissa i requisiti professionali e soggettivi per i membri del Consiglio, determina le cause ostative alla presa in considera-

¹⁶ La scelta contingente, visti i tempi ristretti, di procedere all’attuazione dell’UPB mediante un Protocollo sperimentale, e non già attraverso la modifica dei Regolamenti, è stata criticata da alcuni gruppi politici, vedi Resoconto stenografico, Giunta per il Regolamento del Senato, seduta dell’11 dicembre 2013. La necessità di operare nell’immediato futuro modifiche nei Regolamenti al fine di tener conto della costituzione del nuovo organismo, il cui impatto sull’assetto istituzionale sarà rilevante, è tuttavia ampiamente riconosciuta.

zione delle candidature e, infine, delinea nel dettaglio l'iter di nomina.

Da rilevare che molto opportunamente si è optato per una procedura pubblica e aperta di candidature di esperti ("avviso pubblico"). La procedura è aperta anche ai cittadini dell'Unione europea¹⁷. Altresì opportuna appare la scelta della pubblicità ex-ante dei curricula di tutti gli esperti che hanno avanzato la propria candidatura, e che non sono incorsi in cause ostative, in modo che l'opinione pubblica possa valutare i candidati, l'*expertise* posseduto in relazione ai compiti istituzionali dell'UPB, nonché la loro autorevolezza e il grado di indipendenza prima che le Commissioni procedano alla formazione della lista delle 10 personalità. La pubblicità ex ante dei curricula risponde al fine precipuo di aumentare i costi reputazionali del decisore politico nel caso di scelte dal profilo non eccezionale.

Come osservato da alcuni, "la valutazione dei curricula dei candidati non ha natura concorsuale, ma costituisce il risultato di un adeguato contemperamento tra discrezionalità e principi di *accountability* e trasparenza nella scelta dei candidati. Tale procedura costituisce un importante passo in avanti in termini di restringimento nei margini di discrezionalità politica, specie se raffrontata con le procedure di selezione delle Autorità di garanzia"¹⁸.

In termini di requisiti professionali, il Protocollo stabilisce (articolo 3) che i soggetti devono aver svolto, nei venti anni antecedenti la presentazione della candidatura, e per almeno dieci anni, funzioni relative alle materie di competenza dell'UPB, come individuate dalla Legge 243/2011, all'interno di istituzioni, pubbliche o private, nazionali o internazionali. Non si tratta di requisiti partico-

¹⁷ In alcuni *fiscal council* europei, come quello portoghese ad esempio, è prevista la presenza obbligatoria di almeno un esperto straniero nell'organo di vertice. In Portogallo, due dei 5 membri del Consiglio direttivo devono essere stranieri, preferibilmente con cittadinanza di uno degli Stati Membri della Ue.

¹⁸ Cfr. LANZILLOTTA, *Resoconto stenografico*, Giunta per il Regolamento del Senato, seduta dell'11 dicembre 2013.

lamente stringenti; probabilmente sarebbe stato opportuno delineare meglio l'*expertise* richiesto, indicando, ad esempio, che le funzioni debbono essere state svolte a livello apicale e per un numero di anni maggiori (almeno 15).

Con riferimento ai requisiti soggettivi, il Protocollo, oltre ai consueti riferimenti al possesso della cittadinanza europea, al non essere stati destituiti, licenziati o dispensati da una pubblica amministrazione e all'assenza di carichi penali pendenti, richiede (articolo 4): a) il possesso del diploma di laurea, e b) l'assenza di conflitti di interessi in relazione alle funzioni dell'UPB. I requisiti prescritti devono essere posseduti alla data di scadenza del termine ultimo per la presentazione della domanda di partecipazione.

Più rilevante è l'articolo 5, riguardante le cause ostative alla presa in considerazione della manifestazione di interesse; tali cause sono:

- a) l'essere membri del Parlamento, del Parlamento europeo, del Consiglio di una Regione o di una Provincia Autonoma o consiglieri di enti locali;
- b) far parte di compagini di Governo;
- c) essere in condizione di conflitto di interesse in relazione alle funzioni attribuite all'UPB o versare in situazioni in grado di incidere sulla piena autonomia e indipendenza di giudizio e di valutazione richieste;
- d) ricoprire cariche di vertice o detenere partecipazioni rilevanti ai sensi dell'articolo 120 del Testo unico in materia di intermediazione finanziaria (decreto legislativo n. 58 del 1998) in società partecipate dallo Stato o da altre Amministrazioni pubbliche.

Le condizioni sopra descritte devono essersi verificate alla data di scadenza del termine ultimo per la presentazione della domanda di partecipazione alla selezione.

La prima considerazione da farsi è l'assenza della previsione di un adeguato *cooling-off period* antecedente alla nomina. Desta perplessità la possibili-

tà che un membro del Governo o del Parlamento possano candidarsi semplicemente dimettendosi il giorno prima dell'ultimo giorno utile per l'invio della candidatura. D'altra parte, sembra eccessivo richiedere ai potenziali candidati di dimettersi da eventuali incarichi politici, o da incarichi in società partecipate dallo Stato, o da altre amministrazioni pubbliche al solo fine di poter partecipare alla selezione. Entrambi gli elementi qui evidenziati suggerirebbero una riscrittura logica della norma, nel senso di stabilire un chiaro e coerente principio di incandidabilità, sia pure circoscritta nel tempo (ad esempio due anni), per le persone che si trovino nelle condizioni di cui alle lettere a), b) e d). La condizione descritta alla lettera c) invece rimarrebbe come causa assoluta di incompatibilità. Si tratterebbe comunque di una riscrittura oggettivamente delicata, in assenza di specifiche previsioni della norma primaria, stante la giurisprudenza costante, sopra menzionata, sulla limitazione dei diritti soggettivi.

In ultimo, va rilevato che la locuzione "ricoprire cariche di vertice" non è particolarmente felice, dal momento che essa non è riconducibile immediatamente a fattispecie di legge.

Successivamente alla definizione del Protocollo, alla fine del 2013 fu avviata la procedura pubblica per le candidature di esperti ("avviso pubblico"). Le complesse procedure parlamentari di selezione e di designazione dei membri del Consiglio si sono concluse nell'aprile 2014 con la nomina del Professor Pisau-ro (Presidente), del Professor Zanardi e del Consigliere Goretti.

L'Ufficio ha iniziato la propria attività operativa nel settembre 2014, con la validazione dei quadri macroeconomici tendenziale e programmatico 2014-2015 elaborati dal MEF, previa sottoscrizione di un Protocollo di Intesa tra UPB e MEF per lo scambio di informazioni.

6. La legge riconosce al Consiglio un sufficiente grado di autonomia orga-

nizzativa e gestionale. Il Consiglio, previo assenso dei Presidenti delle Camere, adotta uno o più regolamenti recanti le norme di organizzazione e funzionamento, quelle concernenti il trattamento giuridico ed economico del personale operante presso l'Ufficio, nonché quelle dirette a disciplinare la gestione delle spese. La previsione dell'assenso da parte dei Presidenti della Camere circa l'adozione dei regolamenti si giustifica con il fatto che l'UPB è costituito presso il Parlamento. Nell'ambito dei lavori parlamentari erano emerse soluzioni diverse ("assenso degli Uffici di Presidenza della Camere", dove siedono anche i capigruppo parlamentari), ma si è poi preferita la formulazione citata.

L'Ufficio provvede all'autonoma gestione delle spese per il proprio funzionamento, ivi comprese quelle relative al personale, nei limiti delle proprie disponibilità di bilancio.

Infine, la gestione finanziaria dell'Ufficio si svolge in base al bilancio di previsione approvato dal Consiglio dell'Ufficio entro il 31 dicembre dell'anno precedente a quello cui il bilancio si riferisce. Il rendiconto della gestione finanziaria è approvato entro il 30 aprile dell'anno successivo.

7. Nel disegnare il mandato (art. 18), il legislatore, da una parte ha previsto che il programma annuale di lavoro sia stabilito dall'organismo stesso, attribuendo quindi una necessaria autonomia alle scelte dell'organo di vertice; dall'altro, ha esplicitamente fatto riferimento ai compiti attribuiti dal nuovo quadro di riferimento europeo (il Six-Pack ed il Fiscal Compact) ai *fiscal council* degli Stati Membri. Infatti, il programma annuale delle attività deve in ogni caso prevedere lo svolgimento delle funzioni attribuite all'Ufficio in coerenza con l'ordinamento dell'Unione europea. Grazie al riferimento all'ordinamento europeo, le prescrizioni del Two-Pack, successive alla Legge 243, ed eventuali altre in futuro, diventeranno anche esse cogenti per l'UPB.

Esaminando in concreto i compiti attribuiti all'UPB, la Legge 243 stabilisce che l'Ufficio, anche attraverso l'elaborazione di proprie stime, effettui analisi, verifiche e valutazioni in merito a:

- a) le previsioni macroeconomiche e di finanza pubblica;
- b) l'impatto macroeconomico dei provvedimenti legislativi di maggiore rilievo;
- c) gli andamenti di finanza pubblica, anche per sotto-settore, e l'osservanza delle regole di bilancio;
- d) la sostenibilità della finanza pubblica nel lungo periodo;
- e) l'attivazione e l'utilizzo del meccanismo correttivo delle deviazioni rispetto all'Obiettivo di Medio Termine, e gli scostamenti dagli obiettivi derivanti dal verificarsi degli eventi eccezionali;
- f) ulteriori temi di economia e finanza pubblica rilevanti ai fini delle analisi, delle verifiche e delle valutazioni precedenti.

Inoltre, l'Ufficio predispone analisi e rapporti anche su richiesta delle Commissioni parlamentari competenti in materia di finanza pubblica. Come chiosa Luciani (2013), sembra che implicitamente sia stato conferito all'UPB il potere di procedere *ex officio*, sebbene se non è direttamente prevista alcuna regolarità o periodicità delle sue analisi.

Il Presidente, se richiesto, svolge audizioni presso le Commissioni parlamentari. A differenza di quanto accade con il CBO, i singoli parlamentari (e i singoli gruppi parlamentari) non sono titolati a richiedere all'UPB lo svolgimento di analisi. Si tratta di una previsione normativa condivisibile, in considerazione dell'assetto istituzionale italiano, e anche in ragione della dimensione dello staff.

Si può notare che le funzioni di cui ai punti a) (limitatamente alle previsioni macroeconomiche), c), d) ed e) sono esplicitamente richieste dall'ordinamento europeo. Il punto f) invece rappresenta un opportuno elemen-

to di flessibilità, che permette all'UPB di poter svolgere analisi e/o valutazioni su tutte quelle questioni che dovessero risultare rilevanti in un certo momento storico per la finanza pubblica, e per la sua sostenibilità, e che non sono prevedibili ex-ante dalla legge. Ciò al fine di consentire all'organismo di svolgere in modo efficace la missione di guardiano, affidatagli dalla legge costituzionale. Si può osservare che il mandato conferito dal legislatore sia ben più ampio di quello previsto dai regolamenti europei (in particolare, si vedano i punti a) (previsioni di finanza pubblica), b) e f)). Anche dall'ampiezza del mandato si deduce che l'interlocutore principale dell'UPB è il Parlamento italiano, e quindi l'opinione pubblica del Paese, a cui l'istituzione deve fornire valutazioni e analisi *unbiased*. Non potrebbe essere altrimenti, come ben evidenzia la letteratura sui *fiscal council*, pena il rischio di rigetto dell'istituzione da parte del paese. Il fatto che le valutazioni dell'UPB vengano utilizzate dalla Commissione europea, nell'ambito del suo mandato di guardiano del rispetto del Patto di stabilità e crescita, non implica affatto che l'istituzione sia al servizio di Bruxelles¹⁹.

Vale la pena di ricordare che con la Legge Costituzionale 1/2012, è stato introdotto nel nostro ordinamento la regola dell'equilibrio di bilancio, inteso come equilibrio di tipo strutturale, per il complesso della PA, in coerenza con l'ordinamento europeo. In termini di sotto-settori della PA, la regola dell'equilibrio si estrinseca in un equilibrio di tipo strutturale per lo Stato, e in un equilibrio di bilancio di tipo nominale sia per gli enti previdenziali, sia per le amministrazioni locali. Sul rispetto ex-ante ed ex-post di questa regola, come delle altre regole di bilancio, l'UPB quindi dovrà effettuare le sue valutazioni tecniche.

In generale si tratta di un mandato abbastanza ampio, di natura positiva e non normativa, sostanzialmente allineato con le funzioni svolte da altri *fiscal*

¹⁹ Cfr., oltre nel testo, ulteriori considerazioni sui rapporti tra UPB e Commissione Europea.

council nel mondo. A parere di chi scrive, un'interpretazione corretta della norma sul mandato include la valutazione dell'impatto sul bilancio dei principali provvedimenti legislativi adottati in corso d'anno, in linea con il mandato di altri guardiani fiscali. La verifica del rispetto ex-ante dell'equilibrio di bilancio, ossia la nuova regola di bilancio introdotta con la revisione costituzionale, non può prescindere dall'esame dei principali provvedimenti di finanza pubblica infrannuali, che, per loro portata, possono alterare i target fissati in sede di programmazione economico-finanziaria.

Si pone a questo punto una questione estremamente delicata, su cui i giuristi, e in particolare gli esperti di procedure parlamentari, hanno dibattuto a lungo: che cosa accade se il guardiano esprime valutazioni divergenti rispetto a quelle del Governo? Per dare risposta al quesito, occorre ricordare, in primo luogo, che i compiti del *fiscal council* sono propriamente di analisi e valutazione economica, non di natura giurisdizionale: non spetta al guardiano fiscale chiedere correzioni, imporre soluzioni alternative o sanzionare il Governo. Spetta al Parlamento prescrivere, eventualmente, al Governo un cambio di rotta. Il *fiscal council* esercita una funzione di dissuasione, non di coercizione, come si è più volte detto in precedenza. D'altro canto, i Common Principles della Commissione europea, sopra menzionati, richiedono l'inserimento nella normativa nazionale del cosiddetto principio "*comply or explain*".

Il legislatore, correttamente, ha dunque previsto che qualora, nell'esercizio delle proprie funzioni, l'UPB esprima valutazioni significativamente divergenti rispetto a quelle del Governo, su richiesta di almeno un terzo dei componenti di una Commissione parlamentare competente in materia di finanza pubblica, l'Esecutivo illustri i motivi per i quali ritiene di confermare le proprie valutazioni, ovvero ritiene di conformarle a quelle dell'Ufficio. Il Governo ha quindi l'obbligo di motivare le proprie analisi e valutazioni, a beneficio delle Ca-

mere e dell'opinione pubblica, mentre le Camere restano pienamente sovrane; se il Parlamento farà proprie le valutazioni del Governo, saranno queste ultime a prevalere. Nella pratica, se il compito di dissuasione del guardiano fiscale verrà svolto con successo, in linea di principio si può ipotizzare che le occasioni di dissenso radicale con il Governo saranno limitate.

Si noti che il potere di convocare il Governo per chiedere chiarimenti è attribuito alle Commissioni parlamentari, non all'UPB, per un elementare principio di correttezza costituzionale: la responsabilità costituzionale del Governo è verso le Camere, non verso l'UPB.

Un punto molto delicato è il rapporto tra il mandato dell'UPB e quello delle strutture ministeriali nel campo della finanza pubblica. L'ampiezza del mandato dell'UPB ha suscitato qualche preoccupazione nei dipartimenti del MEF prima che la legge vedesse la luce. Ad onor del vero, anche dopo la pubblicazione della legge taluni timori sono rimasti, a mio parere in modo del tutto infondato. Vale la pena quindi di sgombrare il campo da possibili equivoci e fraintendimenti. Poiché i guardiani fiscali esercitano una funzione di sorveglianza e di induzione a comportamenti responsabili da parte dei governi, ma non hanno alcuna delega per la conduzione della politica di bilancio, la costituzione dell'UPB non comporterà il depotenziamento dei dipartimenti ministeriali (nella fattispecie la Ragioneria Generale dello Stato, RGS, il Dipartimento del Tesoro, DT, e il Dipartimento delle politiche fiscali, DF), né la dispersione dell'*expertise* esistente oggi presso tali strutture. Il Governo è responsabile di fronte alle Camere per gli indirizzi della politica economica e di bilancio; pertanto non è concepibile che si privi delle strutture ministeriali che esercitano le funzioni di monitoraggio della finanza pubblica, di quantificazione delle misure economiche, e di previsione delle variabili (macroeconomiche e di bilancio). Per l'esercizio dei suoi compiti, il Governo ha la necessità di utilizzare strutture tecniche che ad esso rispondono

gerarchicamente. E' infatti del tutto inconcepibile che il Governo debba dipendere da un organismo esterno, come il guardiano fiscale, per avere informazioni sull'andamento del fabbisogno o dell'indebitamento netto, oppure per stimare il costo finanziario di questa o quella misura da intraprendere. Concretamente, i dipartimenti ministeriali continueranno a elaborare scenari macroeconomici e di finanza pubblica, e a monitorare l'andamento della finanza pubblica per le esigenze informative del Governo. Quanto alle previsioni macroeconomiche utilizzate nei documenti ufficiali di programmazione economico-finanziaria, alla luce delle disposizioni del Two-Pack, queste possono essere prodotte dal MEF e validate dall'UPB, ovvero demandate all'Ufficio. Nella pratica, la questione è stata risolta confermando il compito del MEF di produrre le previsioni macroeconomiche, e quindi attribuendo all'UPB il compito di certificarle.

Tornando alle questioni organizzative, quello che si realizzerà sarà un modello in cui i dipartimenti ministeriali continueranno a svolgere le proprie funzioni al servizio del Governo e del suo indirizzo politico-amministrativo, mentre il *fiscal council* effettuerà analisi e verifiche *timely, nonpartisan* e oggettive sulle valutazioni del Governo, al fine di fornire alla Camere (e all'opinione pubblica) informazioni *unbiased* sulla conduzione della politica di bilancio. Questo modello non implica affatto la duplicazione delle strutture e dei compiti svolti (e un aumento dei costi), come alcuni critici sostengono. Si tratta di strutture differenti (peraltro con staff di dimensioni notevolmente differenti), con compiti diversi e che rispondono a scopi diversi.

Rispetto alle attività attualmente svolte dai Servizi del Bilancio delle Camere, il *fiscal council* dovrà offrire qualcosa in più. L'organismo non potrà limitarsi a commentare, sebbene con tono critico, le analisi prodotte dal Governo; è necessario che esso elabori quantificazioni e scenari tendenziali alternativi a quelli del Governo, se si intende spezzare, in modo efficace, il monopolio infor-

mativo dell'Esecutivo. Un'altra questione che richiederà un'attenta riflessione è il futuro stesso dei menzionati Servizi, nel rispetto del principio costituzionale di autodichia delle Camere. Sostanzialmente si possono ipotizzare tre scenari: lo scioglimento, oppure la continuità, ma con compiti limitati alla verifica delle quantificazioni dei provvedimenti legislativi minori, mentre per quelli di maggior rilievo sarebbe competente l'UPB. Una terza possibilità è quella di una unificazione dei Servizi, anche alla luce delle norme di revisione costituzionale sul funzionamento del Senato della Repubblica.

Una questione delicata è l'impatto che il nuovo organismo avrà sull'assetto istituzionale italiano, ossia nei rapporti che dovranno crearsi con la Corte dei Conti, le Camere, e la Corte Costituzionale.

Vale la pena ribadire che il mandato dell'UPB non è assimilabile, né sovrapponibile a quello della Corte dei Conti. Come insegna la letteratura economica, l'attività dei *fiscal council* differisce da quella esercitata tipicamente dalla Corte dei Conti, non soltanto per la mancanza di poteri giurisdizionali, ma anche perché le analisi svolte sono di tipo *forward looking* e fondate su principi economici, mentre quelle della Corte dei Conti sono tipicamente di tipo *backward looking* e basate su principi prettamente giuridici. Le attività del *fiscal council* e della Corte dei Conti sono quindi complementari e distinte. Secondo la letteratura economica, la valutazione ex-ante (su base economica) della politica di bilancio e quella ex-post (su base giuridica) devono essere svolte da istituzioni distinte, non soltanto perché richiedono *expertise* diversi, ma anche per evitare il rischio che la valutazione ex-post finisca per essere contaminata dalle valutazioni elaborate ex-ante dal medesimo organismo. Peraltro, il fatto che la Legge Costituzionale 1/2012 non citi in alcun modo la Corte dei Conti, per quanto ciò sia singolare, non implica affatto che si fosse inteso estromettere la Corte dei Conti dal procedimento di verifica delle scelte di bilancio, anche alla luce del fatto che

l'articolo 100 della Costituzione non è stato modificato²⁰. Del resto, la Legge rinforzata 243/2012 all'art. 20, comma 1, stabilisce che *“la Corte dei Conti svolge il controllo successivo sulla gestione dei bilanci degli enti di cui agli articoli 9 e 13, ai fini del coordinamento della finanza pubblica e dell'equilibrio dei bilanci di cui all'articolo 97 della Costituzione”*. E la Corte costituzionale ha ricordato nella sentenza n. 60 del 2013, che alla Corte dei Conti è *“attribuito il controllo sull'equilibrio economico-finanziario del complesso delle amministrazioni pubbliche a tutela dell'unità economica della Repubblica, in riferimento a parametri costituzionali [...] e ai vincoli derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione europea [...]: equilibrio e vincoli che trovano generale presidio nel sindacato della Corte dei Conti quale magistratura neutrale ed indipendente, garante imparziale dell'equilibrio economico-finanziario del settore pubblico”*.

Nei confronti delle Camere, l'UPB si porrà, come detto, come organo di supporto, al fine di infrangere il monopolio informativo del Governo.

Rimane tutto da costruire il rapporto che dovrà stabilirsi tra l'UPB e la Corte Costituzionale. Come rileva Luciani (2013), è ragionevole immaginare che, nell'esercizio del sindacato di legittimità costituzionale, sul rispetto dell'equilibrio di bilancio o sulla legittimità costituzionale di un certo intervento legislativo, la Corte Costituzionale tenderà a fare affidamento sui dati tecnici (economico-contabili) forniti dall'Ufficio, come peraltro avverrà in Francia, dove la Corte costituzionale francese ha già ipotizzato il ricorso alle valutazioni tecniche prodotte dal locale organismo indipendente²¹.

Vi è largo consenso tra i commentatori sul fatto che *“l'Ufficio metterà in campo risorse conoscitive aggiuntive e non sostitutive di quelle esistenti, eserci-*

²⁰ Cfr. LUCIANI, *L'equilibrio di bilancio e i principi fondamentali: la prospettiva del controllo di costituzionalità*, relazione al Convegno *“Il principio dell'equilibrio di bilancio secondo la riforma costituzionale del 2012”*, Corte Costituzionale, 22 novembre 2013.

²¹ Haut Conseil des Finances Publiques, costituito presso la Corte dei Conti dalla Legge organica 1403/2012.

tando mere funzioni istruttorie, restando quelle di controllo giuridico-contabile riservate alla Corte dei Conti e quelle di valutazione politica al Parlamento e al Governo: le “valutazioni” di cui parla l’art. 18 della Legge 243 del 2012 dovranno restare nello stretto alveo degli apprezzamenti tecnico-scientifici”²². Con riferimento alla Corte Costituzionale, Luciani (2013) sostiene che la Corte dovrà tenere conto delle valutazioni dell’UPB, ma potrà sempre discostarsi da tali valutazioni ove non le condividesse. La Corte, tuttavia, dovrà motivare con estrema attenzione le ragioni dell’eventuale rigetto delle conclusioni raggiunte dall’organismo indipendente.

Da queste valutazioni sui rapporti con gli organi costituzionali, e a rilevanza costituzionale, sarebbe tuttavia profondamente errato derivarne un giudizio di scarsa rilevanza pratica del nuovo organismo. Il non essere un organismo di natura magistratuale, e quindi la mancanza di strumenti sanzionatori, non implica affatto che l’UPB non possa avere un impatto sulla performance della finanza pubblica, e ciò per due ordini di motivi. In primo luogo, perché non deve essere sottovalutato il meccanismo di alterazione della struttura degli incentivi del Governo fondato sui costi di reputazione. In secondo luogo, perché parte dei compiti sono ormai fissati dall’ordinamento comunitario e le valutazioni elaborate dall’organismo saranno utilizzate dalla Commissione europea nell’ambito dei suoi poteri di sorveglianza sugli Stati Membri. Sul versante opposto, non è auspicabile, tuttavia, che l’organismo nazionale diventi la *longa manus* della Commissione europea, ossia il guardiano meccanico e acritico delle regole europee. Come evidenzia la letteratura sui *fiscal council*, si tratta di istituzioni *home-grown* e *home-owned*. Con questo si vuole intendere che, oltre ad essere designati sulla base delle peculiarità del paese, per risultare efficaci devono essere

²² Cfr. LUCIANI, *op. cit.*

“sentiti” come propri (*owned*) da tutti gli attori del paese, e non come soggetti imposti dalla pressione esterna (la Commissione europea, il FMI ecc.). I *fiscal council* sono istituzioni primariamente al servizio del Parlamento e dell’opinione pubblica, non certo di soggetti esterni²³. I *fiscal council*, se efficaci, migliorano la qualità della democrazia e del processo di decisione politico nell’ambito della politica di bilancio. A parere di chi scrive, uno sviluppo auspicabile è che l’UPB, una volta costruita una solida reputazione nel campo dell’analisi economica, possa interloquire sul piano strettamente tecnico con gli stessi Servizi della Commissione europea, fornendo contributi di valore scientifico, volti, ad esempio, a migliorare la metodologia attualmente utilizzata per il calcolo dei saldi strutturali,²⁴ oppure la stessa formula del MTO (che oggi dipende dalla dimensione normale del ciclo economico e dalle passività esplicite, ma anche dagli *ageing cost* futuri), ovvero le ipotesi sottostanti il tasso di disoccupazione strutturale, che impattano direttamente sulla dimensione dell’*output gap* e quindi sul valore del saldo di bilancio strutturale, per dato saldo nominale di bilancio. Più in generale, potrebbe ben darsi che l’UPB possa, e voglia, intervenire, laicamente, nel dibattito scientifico a livello europeo, e internazionale, sulla stessa efficacia/opportunità delle regole di bilancio europee, e sul loro *design*²⁵.

8. Come si è detto in precedenza, uno dei punti critici per il buon operato

²³ Questo punto è stato autorevolmente rimarcato dal Presidente Pisauro nella Audizione parlamentare del 24 settembre 2014, sull’avvio dell’attività dell’Ufficio, presso le Commissioni riunite V della Camera dei Deputati e 5a del Senato della Repubblica.

²⁴ Cfr. LANDI, *Le regole europee e il cosiddetto pareggio di bilancio strutturale: regole di non facile comprensione*, in *Osservatorio Monetario n. 2/2014*, Università Cattolica e ASSBB, giugno 2014; ID., *I saldi strutturali nell’ambito delle nuove regole europee di finanza pubblica*, paper presentato al Convegno LUISS-Fondazione Visentini, “*La legge di stabilità: le politiche economiche possibili fra diritto costituzionale e diritto europeo*”, Roma, 17 marzo 2015, prossima pubblicazione; BOITANI - LANDI, *L’Europa intrappolata nel labirinto delle regole*, e-book de Lavoce.info, 2014.

²⁵ Cfr., per esempio, il FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE, *Reforming Fiscal Governance in the European Union*, Staff Discussion Note, SDN 15/09.

di queste istituzioni, è l'accesso alle informazioni detenute dalle altre istituzioni operanti nel campo della finanza pubblica. La Legge 243 affronta la questione in modo non pienamente soddisfacente, stabilendo che "l'UPB richiede a tutte le amministrazioni pubbliche, agli enti di diritto pubblico e agli enti partecipati da soggetti pubblici, oltre alla comunicazione di dati e informazioni, ogni forma di collaborazione ritenuta utile per l'adempimento delle sue funzioni istituzionali" (art. 18, comma 6). Inoltre, "al fine di consentire all'Ufficio lo svolgimento dei propri compiti istituzionali, le amministrazioni e gli enti menzionati assicurano all'UPB l'accesso a tutte le banche di dati in materia di economia o di finanza pubblica da loro costituite o alimentate". A parere di chi scrive, sarebbe stato opportuna una formulazione più stringente della norma, accompagnata dalla previsione di una specifica responsabilità del dirigente, con relative sanzioni, per la fattispecie di omessa o incompleta trasmissione delle informazioni richieste, ovvero, più in generale, di omessa leale collaborazione con l'UPB. Questa è infatti una tipica situazione, come insegnano i giuristi, in cui ad un obbligo dovrebbe corrispondere una sanzione nel caso di omesso adempimento.

9. La trasparenza, l'*accountability* e la comunicazione con l'opinione pubblica sono elementi fondamentali, come abbiamo visto in precedenza. A questo proposito, il legislatore ha previsto che il programma annuale delle attività, nonché le analisi e i rapporti prodotti siano pubblicati nel sito internet istituzionale dell'Ufficio, mentre il bilancio di previsione e il rendiconto della gestione finanziaria siano trasmessi ai Presidenti delle due Camere e pubblicati in allegato ai rispettivi bilanci.

10. La dotazione dell'organico è fissata dalla legge in massimo 30 unità nei primi 3 anni, e fino a 40 successivamente. E' prevista inoltre la figura di Di-

rettore generale, nominato dal Presidente, con specifica competenza in economia e finanza pubblica, che sovrintende al funzionamento dell'Ufficio. Si tratta di una dotazione organica che si può definire sostanzialmente adeguata ai compiti attribuiti all'organismo.

In merito al reclutamento, viene affermato il principio secondo cui "l'Ufficio seleziona il proprio personale in piena autonomia, unicamente sulla base di criteri di merito e di competenza, con esclusivo riferimento alle esigenze funzionali" (art. 17, comma 1).

Per quanto riguarda il reclutamento, il legislatore prevede che il personale dell'Ufficio sia composto da:

a) personale assunto dall'Ufficio attraverso pubblico concorso con contratto di lavoro a tempo indeterminato;

b) personale delle amministrazioni delle Camere, nonché di amministrazioni pubbliche o di diritto pubblico, collocato fuori ruolo;

c) personale selezionato attraverso procedure comparative pubbliche, per lo svolgimento di incarichi a tempo determinato, di durata non superiore a tre anni, rinnovabili per una sola volta.

Al fine di garantire l'indipendenza dello staff e dello stesso Ufficio, il legislatore ha introdotto alcune clausole di salvaguardia. Innanzitutto, il collocamento fuori ruolo del personale delle amministrazioni pubbliche o di diritto pubblico richiesto dall'Ufficio è obbligatorio (anche in deroga ai limiti temporali, numerici e di ogni altra natura eventualmente previsti dagli ordinamenti delle amministrazioni di appartenenza). Quindi le amministrazioni non possono rifiutare di cedere il personale che viene richiesto dall'UPB. In secondo luogo, l'Ufficio può restituire alle amministrazioni di appartenenza il personale proveniente dalle amministrazioni delle Camere e dalle amministrazioni pubbliche o di diritto pubblico. Infine, la cessazione del collocamento fuori ruolo del perso-

nale delle amministrazioni delle Camere è subordinata all'assenso dell'Ufficio. Quindi le amministrazioni delle Camere non possono, senza il consenso dell'Ufficio, richiamare il proprio personale, con il rischio di sguarnire l'UPB.

11. Garantire il finanziamento pubblico, certo, pluriennale e stabilito per legge è uno degli elementi essenziali nella fase di *institution design* di un *fiscal council*.

Il legislatore ha quindi previsto, a decorrere dall'anno 2014, una autorizzazione di spesa di 3 milioni di euro in favore di ciascuna Camera da destinare alle spese necessarie al funzionamento dell'Ufficio. La dotazione finanziaria può essere rideterminata esclusivamente con la legge di bilancio, sentito il Consiglio dell'UPB, e comunque deve risultare in ogni caso sufficiente ad assicurare l'efficace esercizio delle funzioni dell'UPB definite dalla legge. Si tenga presente che i locali della sede dell'UPB e le necessarie risorse strumentali non incidono sul bilancio dell'UPB, in quanto essi sono messi a disposizione con determinazione dei Presidenti delle Camere.

12. Il legislatore ha previsto la possibilità di istituire un comitato con mere funzioni di *advisory*. Il Consiglio, infatti, può istituire un Comitato scientifico composto da persone di comprovata esperienza e competenza in materia di economia e finanza pubblica a livello nazionale o internazionale, con il compito di fornire indicazioni metodologiche in merito all'attività dell'Ufficio. La finalità è quella di mantenere l'organismo sulla frontiera della scienza economica, con un aggiornamento costante delle metodologie di indagine.

13. La costituzione in Italia di un *fiscal watchdog* giunge in ritardo rispetto a quanto accaduto in molti paesi occidentali, ed europei in particolare. In passa-

to vi sono state alcune iniziative, tra le quali vanno sicuramente menzionate le proposte di unificazione dei Servizi del Bilancio delle Camere, e da ultimo, i progetti di costituzione di una authority da parte di alcuni parlamentari (di maggioranza e di opposizione) nell'ambito della riforma della Legge 468/1978 di contabilità di Stato, avvenuta nel corso del 2009; questi tentativi si sono conclusi senza successo, nonostante nel frattempo fossero giunte sollecitazioni e auspici autorevoli, provenienti dagli organismi internazionali (FMI e OCSE, soprattutto), incaricati della sorveglianza macroeconomica multilaterale. Nello stesso tempo, l'ISAE, che poteva costituire un embrione di *fiscal council*, se opportunamente riformato e reso del tutto indipendente dal MEF, veniva soppresso.

Infine, sotto la spinta, ineludibile, della riforma della *governance* europea, anche il nostro Paese si è dotato, finalmente, di un guardiano fiscale con la Legge 243/2012. Essere *late joiner* per una volta può anche comportare un vantaggio, se si capitalizzano opportunamente gli insegnamenti desumibili dall'esperienza dei paesi che ci hanno preceduto nella costituzione del *fiscal council*.

Sono persuaso che il destino di questa istituzione, nonché il contributo che essa potrà dare al Paese in questa fase delicata per la finanza pubblica, dipenderanno crucialmente dalle scelte concrete che si faranno nei primi anni di operatività, in termini di acquisizione di efficacia e autorevolezza nell'analisi. Non saranno meno importanti altri due elementi: il grado di collaborazione degli altri organismi competenti nel campo della finanza pubblica (*in primis*, i dipartimenti del MEF e la Corte dei Conti), e la capacità di comunicazione tempestiva ed efficace con il Parlamento e l'opinione pubblica; in altri termini, la capacità di imporsi nel dibattito pubblico nazionale come voce autorevole e *unbiased*. Il contesto in cui nasce questo nuovo organismo non è, oggettivamente, tra i più favorevoli: una situazione di finanza pubblica delicata; uno scenario politico fra-

gile; qualche diffidenza da parte degli altri attori istituzionali operanti nel campo della finanza pubblica; compiti complessi da svolgere fin dai primi mesi di attività, nell'ambito della nuova architettura europea, e senza possibilità di un rodaggio preliminare.

Nella vita delle istituzioni, così come in molti fenomeni sociali ed economici, vi è *path dependence*: in presenza di equilibri multipli, l'equilibrio a cui si giunge dipende dalle condizioni iniziali e dallo stesso processo dinamico verso un equilibrio. Ecco perché è assolutamente necessario partire con il piede giusto: *failure is not an option*. Il Paese non si può permettere che questa istituzione non abbia successo.

Lucio Landi

*Membro del Consiglio degli Esperti
presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze*

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA

Grande Sezione

Sentenza 16 giugno 2015

Rinvio pregiudiziale - Politica economica e monetaria - Decisioni del Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) su una serie di caratteristiche tecniche concernenti le operazioni definitive monetarie dell'Eurosistema sui mercati secondari del debito sovrano - Articoli 119 TFUE e 127 TFUE - Attribuzioni della BCE e del Sistema europeo di banche centrali - Meccanismo di trasmissione della politica monetaria - Mantenimento della stabilità dei prezzi - Proporzionalità - Articolo 123 TFUE - Divieto di finanziamento monetario degli Stati membri della zona euro.

Nella causa C-62/14,

avente ad oggetto la domanda di pronuncia pregiudiziale proposta alla Corte, ai sensi dell'articolo 267 TFUE, dal Bundesverfassungsgericht (Germania), con decisione del 14 gennaio 2014, pervenuta in cancelleria il 10 febbraio 2014, nei procedimenti

... (*omissis*)

Sentenza

- 1 La domanda di pronuncia pregiudiziale verte sulla validità delle decisioni del Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE), del 6 settembre 2012, relative ad una serie di caratteristiche tecniche concernenti le Operazioni definitive monetarie [Outright Monetary Transactions (OMT)] dell'Eurosistema sui mercati secondari del debito sovrano (in prosieguo: le «decisioni relative alle

OMT»), e sull'interpretazione degli articoli 119 TFUE, 123 TFUE e 127 TFUE, nonché degli articoli da 17 a 24 del Protocollo (n. 4) sullo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (GU 2012, C 326, pag. 230; in prosieguo: il «Protocollo sul SEBC e sulla BCE»).

- 2 Tale domanda è stata presentata nell'ambito di vari procedimenti su ricorso per esame di costituzionalità e di un procedimento per conflitto di attribuzioni tra organi costituzionali, vertenti sul contributo fornito dalla Deutsche Bundesbank (Banca centrale federale tedesca) all'attuazione delle suddette decisioni, nonché sull'asserita inerzia della Bundesregierung (governo federale) e del Deutscher Bundestag (camera bassa del Parlamento federale) dinanzi a queste decisioni.

... (omissis)

Nel merito

- 32 Con le sue questioni, che occorre esaminare congiuntamente, il giudice del rinvio chiede, in sostanza, se gli articoli 119 TFUE, 123, paragrafo 1, TFUE e 127, paragrafi 1 e 2, TFUE, nonché gli articoli da 17 a 24 del Protocollo sul SEBC e sulla BCE, debbano essere interpretati nel senso che autorizzano il SEBC ad adottare un programma di acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari come quello annunciato nel comunicato stampa.

Sugli articoli 119 TFUE e 127, paragrafi 1 e 2, TFUE, nonché sugli articoli da 17 a 24 del Protocollo sul SEBC e sulla BCE

- 33 Il giudice del rinvio si chiede se un programma di acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari quale quello annunciato nel comunicato stampa possa rientrare nelle attribuzioni del SEBC, così come definite dal diritto primario.

– Sulle attribuzioni del SEBC

- 34 Occorre rilevare, in limine, che, a norma dell'articolo 119, paragrafo 2, TFUE, l'azione degli Stati membri e dell'Unione comprende una moneta unica, l'euro,

nonché la definizione e la conduzione di una politica monetaria e di una politica del cambio uniche (sentenza Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, punto 48).

- 35 Per quanto riguarda più specificamente la politica monetaria, risulta dall'articolo 3, paragrafo 1, lettera c), TFUE che l'Unione ha competenza esclusiva in tale settore per gli Stati membri la cui moneta è l'euro (v., in tal senso, sentenza Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, punto 50).
- 36 In forza dell'articolo 282, paragrafo 1, TFUE, la BCE e le banche centrali degli Stati membri la cui moneta è l'euro, le quali costituiscono l'Eurosistema, conducono la politica monetaria dell'Unione (sentenza Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, punto 49). Ai sensi dell'articolo 282, paragrafo 4, TFUE, la BCE adotta le misure necessarie all'assolvimento dei suoi compiti in conformità degli articoli da 127 TFUE a 133 TFUE e dell'articolo 138 TFUE, nonché delle condizioni stabilite dallo Statuto del SEBC e della BCE.
- 37 In tale contesto, spetta al SEBC, in applicazione dell'articolo 127, paragrafo 2, TFUE, definire e attuare tale politica.
- 38 Più precisamente, risulta dall'articolo 129, paragrafo 1, TFUE, letto in combinazione disposto con l'articolo 12, paragrafo 1, del Protocollo sul SEBC e sulla BCE, che il Consiglio direttivo formula la politica monetaria dell'Unione e che il Comitato esecutivo della BCE attua tale politica, conformemente alle decisioni e agli indirizzi adottati dal Consiglio direttivo.
- 39 Risulta inoltre dall'articolo 12, paragrafo 1, terzo comma, del suddetto protocollo che, per quanto possibile ed opportuno, la BCE si avvale delle banche centrali nazionali per eseguire operazioni che rientrano nei compiti del SEBC, là dove in questo contesto tali banche sono tenute, in forza dell'articolo 14, paragrafo 3, del medesimo protocollo, ad agire secondo gli indirizzi e le istruzioni della BCE.

- 40 Oltre a ciò, risulta dall'articolo 130 TFUE che il SEBC esercita il proprio compito di definizione e di attuazione della politica monetaria dell'Unione in modo indipendente. Emerge dal testo di tale articolo che quest'ultimo mira a tutelare il SEBC ed i suoi organi decisionali dalle influenze esterne che potrebbero interferire con l'adempimento dei compiti che il Trattato FUE ed il Protocollo sul SEBC e sulla BCE affidano al SEBC. L'articolo 130 TFUE mira dunque, in sostanza, a proteggere il SEBC da qualsivoglia pressione politica per consentirgli di perseguire efficacemente gli obiettivi assegnati ai suoi compiti, grazie all'esercizio indipendente degli specifici poteri di cui esso dispone a questo scopo in forza del diritto primario (v., in tal senso, sentenza Commissione/BCE, C-11/00, EU:C:2003:395, punto 134).
- 41 Conformemente al principio di attribuzione enunciato all'articolo 5, paragrafo 2, TUE, il SEBC deve agire nei limiti dei poteri conferitigli dal diritto primario e non può dunque validamente adottare e attuare un programma che esuli dall'ambito assegnato alla politica monetaria dal diritto primario. Al fine di assicurare il rispetto di tale principio, gli atti del SEBC si trovano assoggettati, alle condizioni previste dai Trattati, al controllo giurisdizionale della Corte (v., in tal senso, sentenza Commissione/BCE, C-11/00, EU:C:2003:395, punto 135).
- 42 A questo proposito, è importante rilevare che il Trattato FUE non contiene alcuna definizione precisa della politica monetaria, ma definisce al tempo stesso gli obiettivi di tale politica e i mezzi di cui dispone il SEBC per attuarla (v., in tal senso, sentenza Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, punto 53).
- 43 Infatti, in virtù degli articoli 127, paragrafo 1, TFUE e 282, paragrafo 2, TFUE, l'obiettivo principale della politica monetaria dell'Unione è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Queste stesse disposizioni stabiliscono inoltre che, fatto salvo tale obiettivo, il SEBC sostiene le politiche economiche generali dell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi di quest'ultima,

come definiti all'articolo 3 TUE (v., in tal senso, sentenza Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, punto 54).

- 44 Il Protocollo sul SEBC e sulla BCE si caratterizza dunque per un mandato chiaro, inteso principalmente all'obiettivo di garantire la stabilità dei prezzi. La specificità di questo mandato è ulteriormente rafforzata dalle procedure di revisione di alcune parti dello Statuto del SEBC e della BCE.
- 45 Quanto ai mezzi attribuiti dal diritto primario al SEBC al fine di realizzare i suddetti obiettivi, occorre sottolineare che il capo IV del Protocollo sul SEBC e sulla BCE, che precisa le funzioni monetarie e le operazioni svolte dal SEBC, elenca gli strumenti cui il SEBC può fare ricorso nell'ambito della politica monetaria.
- Sulla delimitazione della politica monetaria
- 46 Risulta dalla giurisprudenza della Corte che, al fine di stabilire se una misura rientri nella politica monetaria, occorre fare riferimento principalmente agli obiettivi della misura stessa. Sono altresì rilevanti i mezzi che tale misura mette in campo per raggiungere detti obiettivi (v., in tal senso, sentenza Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, punti 53 e 55).
- 47 In primo luogo, per quanto riguarda gli obiettivi di un programma come quello controverso nei procedimenti principali, risulta dal comunicato stampa che esso mira a preservare al tempo stesso un'adeguata trasmissione della politica monetaria e l'unicità di tale politica.
- 48 Orbene, da un lato, l'obiettivo della preservazione dell'unicità della politica monetaria contribuisce alla realizzazione degli obiettivi di tale politica, nella misura in cui questa deve, ai sensi dell'articolo 119, paragrafo 2, TFUE, essere «unica».
- 49 Dall'altro lato, l'obiettivo della preservazione di un'adeguata trasmissione della politica monetaria è idoneo al tempo stesso a preservare l'unicità di tale politica

e a contribuire all'obiettivo principale di quest'ultima che è il mantenimento della stabilità dei prezzi.

- 50 Infatti, l'idoneità del SEBC ad influire sull'evoluzione dei prezzi mediante le sue decisioni di politica monetaria dipende, in larga misura, dalla trasmissione degli impulsi che esso emette sul mercato monetario ai vari settori dell'economia. Di conseguenza, un funzionamento deteriorato del meccanismo di trasmissione della politica monetaria può rendere inoperanti le decisioni del SEBC in una parte della zona euro e mettere così in discussione l'unicità della politica monetaria. Inoltre, poiché un funzionamento deteriorato del meccanismo di trasmissione altera l'efficacia delle misure adottate dal SEBC, la capacità di quest'ultimo di garantire la stabilità dei prezzi ne risulta necessariamente pregiudicata. Pertanto, le misure intese a preservare tale meccanismo di trasmissione possono essere ricondotte all'obiettivo principale definito all'articolo 127, paragrafo 1, TFUE.
- 51 Il fatto che un programma come quello annunciato nel comunicato stampa possa eventualmente contribuire anche alla stabilità della zona euro, la quale rientra nella politica economica (v., in tal senso, sentenza Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, punto 56), non vale a rimettere in discussione la valutazione di cui sopra.
- 52 Infatti, una misura di politica monetaria non può essere equiparata ad una misura di politica economica per il solo fatto che essa è suscettibile di avere effetti indiretti sulla stabilità della zona euro (v., per analogia, sentenza Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, punto 56).
- 53 In secondo luogo, per quanto riguarda i mezzi previsti per raggiungere gli obiettivi contemplati da un programma come quello annunciato nel comunicato stampa, è pacifico che l'attuazione di un programma siffatto implica delle operazioni monetarie su titoli sui mercati secondari del debito sovrano.

- 54 Orbene, risulta chiaramente dall'articolo 18, paragrafo 1, del Protocollo sul SEBC e sulla BCE, contenuto nel capo IV di quest'ultimo, che, al fine di perseguire gli obiettivi del SEBC e di assolvere i suoi compiti, quali risultanti dal diritto primario, la BCE e le banche centrali nazionali possono, in linea di principio, operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo strumenti negoziabili espressi in euro. Ne consegue che le operazioni evocate dal Consiglio direttivo nel comunicato stampa utilizzano uno degli strumenti della politica monetaria previsti dal diritto primario.
- 55 Per quanto riguarda il carattere selettivo del programma annunciato nel comunicato stampa, occorre ricordare che tale programma ha come obiettivo di rimediare alle perturbazioni del meccanismo di trasmissione della politica monetaria generate dalla situazione specifica dei titoli del debito pubblico emessi da alcuni Stati membri. Pertanto, date tali circostanze, il semplice fatto che il programma suddetto si limiti specificamente a questi titoli di Stato non può implicare, di per sé, che gli strumenti utilizzati dal SEBC non rientrino nella politica monetaria. Inoltre, nessuna disposizione del Trattato FUE impone al SEBC di intervenire sui mercati finanziari con misure generali che si applichino necessariamente all'insieme degli Stati della zona euro.
- 56 Sulla scorta di tali elementi, risulta che, tenuto conto degli obiettivi di un programma quale quello annunciato nel comunicato stampa e dei mezzi previsti per raggiungerli, un programma siffatto rientra nell'ambito della politica monetaria.
- 57 La circostanza che l'attuazione di tale programma sia subordinata al rispetto integrale dei programmi di aggiustamento macroeconomico del FESF o del MES non vale a modificare tale conclusione.
- 58 Certo, non è escluso che un programma di acquisto di titoli di Stato presentante una caratteristica del genere possa rafforzare, in modo incidentale,

l'incitamento al rispetto di tali programmi di aggiustamento e favorisca così, in una certa misura, la realizzazione degli obiettivi di politica economica che tali programmi perseguono.

- 59 Tuttavia, simili incidenze indirette non possono implicare che un programma siffatto debba essere equiparato ad una misura di politica economica, dal momento che risulta dagli articoli 119, paragrafo 2, TFUE, 127, paragrafo 1, TFUE e 282, paragrafo 2, TFUE che, fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell'Unione.
- 60 Occorre aggiungere che, subordinando, in totale indipendenza, l'attuazione del programma annunciato nel comunicato stampa al rispetto integrale dei programmi di aggiustamento macroeconomico del FESF o del MES, il SEBC si assicura che la propria politica monetaria non offra agli Stati membri da cui esso acquista titoli del debito pubblico delle possibilità di finanziamento che consentirebbero loro di discostarsi dai programmi di aggiustamento ai quali hanno aderito. Il SEBC evita così che le misure di politica monetaria da esso adottate contrastino l'efficacia della politica economica condotta dagli Stati membri.
- 61 Inoltre, nella misura in cui il SEBC è tenuto, a norma dell'articolo 127, paragrafo 1, TFUE, letto in combinato disposto con l'articolo 119, paragrafo 3, TFUE, a rispettare il principio direttivo secondo cui le finanze pubbliche devono essere sane, le condizioni inserite in un programma quale quello annunciato nel comunicato stampa, che consentono di evitare che tale programma contribuisca ad incitare gli Stati membri a deteriorare la loro situazione di bilancio, non possono essere considerate tali da implicare che questo stesso programma fuoriesca dal quadro assegnato dal diritto primario alla politica monetaria.
- 62 Va aggiunto che il rispetto integrale, da parte dello Stato membro interessato, degli obblighi risultanti da un programma di aggiustamento sottoscritto da questo stesso Stato non costituisce, in ogni caso, una condizione sufficiente per im-

plicare l'intervento del SEBC, nell'ambito di un programma quale quello annunciato nel comunicato stampa, stante che tale intervento rimane, in particolare, rigorosamente subordinato all'esistenza di perturbazioni del meccanismo di trasmissione della politica monetaria o dell'unicità di questa politica.

63 Date tali premesse, il fatto che l'acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari subordinatamente al rispetto di un programma di aggiustamento macroeconomico abbia potuto essere considerato rientrante nella politica economica allorché viene effettuato dal MES (v., in tal senso, sentenza Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, punto 60), non significa che lo stesso debba valere allorché tale strumento viene utilizzato dal SEBC nell'ambito di un programma come quello annunciato nel comunicato stampa.

64 Infatti, la differenza tra gli obiettivi perseguiti dal MES e quelli perseguiti dal SEBC è, a questo riguardo, decisiva. Mentre risulta dai punti da 48 a 52 della presente sentenza che un programma come quello controverso nei procedimenti principali può essere attuato soltanto nella misura necessaria al mantenimento della stabilità dei prezzi, l'intervento del MES mira invece a preservare la stabilità della zona euro, obiettivo quest'ultimo che non rientra nella politica monetaria (v., in tal senso, sentenza Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, punto 56).

65 Tale analisi porta altresì ad escludere l'eventualità che un programma come quello annunciato nel comunicato stampa possa servire a eludere le condizioni che limitano l'azione del MES sui mercati secondari, nella misura in cui l'intervento del SEBC non è destinato a sostituirsi a quello del MES per raggiungere gli obiettivi di quest'ultimo, bensì deve, al contrario, essere attuato in modo indipendente in funzione degli obiettivi propri della politica monetaria.

– Sulla proporzionalità

- 66 Risulta dagli articoli 119, paragrafo 2, TFUE e 127, paragrafo 1, TFUE, letti in combinato disposto con l'articolo 5, paragrafo 4, TUE, che un programma di acquisti di titoli rientrante nella politica monetaria può essere validamente adottato e attuato soltanto se e in quanto le misure che esso comporta siano proporzionate agli obiettivi di tale politica.
- 67 A questo proposito occorre ricordare che il principio di proporzionalità esige, per consolidata giurisprudenza della Corte, che gli atti delle istituzioni dell'Unione siano idonei a realizzare i legittimi obiettivi perseguiti dalla normativa in questione e non eccedano i limiti di quanto è necessario per raggiungere questi obiettivi (v., in tal senso, sentenza *Association Kokopelli*, C-59/11, EU:C:2012:447, punto 38 e la giurisprudenza ivi citata).
- 68 Quanto al controllo giurisdizionale del rispetto di tali condizioni, poiché il SEBC è chiamato, quando elabora e attua un programma di operazioni di mercato aperto quale quello annunciato nel comunicato stampa, a procedere a scelte di natura tecnica e ad effettuare previsioni e valutazioni complesse, occorre riconoscergli, in tale contesto, un ampio potere discrezionale (v., per analogia, sentenze *Afton Chemical*, C-343/09, EU:C:2010:419, punto 28, nonché *Billerud Karlsborg* e *Billerud Skärblacka*, C-203/12, EU:C:2013:664, punto 35).
- 69 Ciò premesso, nel caso in cui un'istituzione dell'Unione disponga di un ampio potere discrezionale, il controllo del rispetto di alcune garanzie procedurali riveste importanza fondamentale. Fra tali garanzie rientra l'obbligo per il SEBC di esaminare, in modo accurato e imparziale, tutti gli elementi pertinenti della situazione di cui trattasi e di motivare le proprie decisioni in modo sufficiente.
- 70 A questo proposito, occorre ricordare che, secondo una costante giurisprudenza della Corte, anche se la motivazione di un atto dell'Unione, richiesta dall'articolo 296, paragrafo 2, TFUE, deve far apparire in maniera chiara e inequivoca l'iter logico seguito dall'autore dell'atto di cui trattasi, in modo da con-

sentire agli interessati di conoscere le ragioni della misura adottata e alla Corte di esercitare il proprio controllo, non è però necessario che essa contenga tutti gli elementi di fatto o di diritto pertinenti. L'osservanza dell'obbligo di motivazione deve, peraltro, essere valutata alla luce non soltanto del tenore letterale dell'atto, ma anche del suo contesto e dell'insieme delle norme giuridiche che disciplinano la materia in questione (v., in tal senso, sentenza Commissione/Consiglio, C-63/12, EU:C:2013:752, punti 98 e 99 nonché la giurisprudenza ivi citata).

- 71 Nel caso di specie, se è pur vero che una verifica del rispetto dell'obbligo di motivazione può essere effettuata soltanto sulla base di una decisione formalmente adottata, occorre però rilevare che il comunicato stampa, nonché i progetti di atti giuridici esaminati in occasione della riunione del Consiglio direttivo nel corso della quale detto comunicato è stato approvato, permettono di conoscere gli elementi essenziali di un programma come quello annunciato in tale comunicato e sono idonei a consentire alla Corte di esercitare il suo controllo.
- 72 Per quanto riguarda, in primo luogo, l'idoneità di un programma come quello annunciato nel comunicato stampa a raggiungere gli obiettivi perseguiti dal SEBC, risulta da tale comunicato e dai chiarimenti forniti dalla BCE che il suddetto programma si fonda su un'analisi della situazione economica della zona euro secondo cui, alla data dell'annuncio del programma stesso, i tassi di interesse dei titoli del debito pubblico dei diversi Stati della zona euro sarebbero stati caratterizzati da una forte volatilità e da differenziali di rendimento estremi. Secondo la BCE, tali differenziali di rendimento non erano riconducibili esclusivamente alle diversità macroeconomiche tra gli Stati suddetti, bensì trovavano la loro origine, in parte, nell'esigenza di premi di rischio eccessivi per i titoli emessi da alcuni Stati membri, destinati a coprire un rischio di collasso della zona euro.

- 73 Tale situazione particolare avrebbe fortemente indebolito il meccanismo di trasmissione della politica monetaria del SEBC, portando ad una frammentazione delle condizioni di rifinanziamento delle banche e dei costi del credito che avrebbe limitato fortemente gli effetti degli impulsi del SEBC sull'economia in una parte sostanziale della zona euro.
- 74 Alla luce degli elementi trasmessi alla Corte nel corso del presente procedimento, non risulta che tale analisi della situazione economica della zona euro alla data dell'annuncio del programma controverso nei procedimenti principali sia viziata da un manifesto errore di valutazione.
- 75 A questo proposito, la circostanza, menzionata dal giudice del rinvio, che la suddetta analisi motivata sia oggetto di contestazioni non può bastare, di per sé sola, per rimettere in discussione tale conclusione, dato che, alla luce del carattere controverso che presentano abitualmente le questioni di politica monetaria e dell'ampio potere discrezionale del SEBC, da quest'ultimo non può esigersi altro se non l'utilizzazione delle sue conoscenze specialistiche in campo economico e dei mezzi tecnici necessari di cui esso dispone al fine di effettuare la medesima analisi con la diligenza e la precisione necessarie.
- 76 Orbene, nella situazione descritta ai punti 72 e 73 della presente sentenza, l'acquisto, sui mercati secondari, di titoli del debito pubblico degli Stati membri interessati dai tassi di interesse considerati estremi dalla BCE è idoneo a contribuire alla diminuzione di tali tassi dissipando i timori ingiustificati di collasso della zona euro, e dunque ad avere una parte nel ribasso o addirittura nella scomparsa dei premi di rischio eccessivi.
- 77 In tale contesto, il SEBC poteva legittimamente ritenere che una siffatta evoluzione dei tassi di interesse fosse atta a facilitare la trasmissione della politica monetaria del SEBC e a preservare l'unicità di tale politica.

- 78 Infatti, è pacifico che i tassi d'interesse dei titoli del debito pubblico di un determinato Stato giocano un ruolo determinante relativamente alla fissazione dei tassi d'interesse applicabili ai vari attori economici di tale Stato, al valore dei portafogli delle istituzioni finanziarie che detengono tali titoli e all'idoneità di tali istituzioni a procurarsi liquidità. Pertanto, eliminare o ridurre i premi di rischio eccessivi richiesti sui titoli del debito pubblico di uno Stato membro può evitare che la loro volatilità e il loro livello ostacolino la trasmissione degli effetti delle decisioni di politica monetaria del SEBC all'economia di tale Stato e mettano in discussione l'unicità di tale politica.
- 79 D'altronde, l'affermazione della BCE, secondo cui il semplice annuncio del programma controverso nei procedimenti principali è stato sufficiente per ottenere l'effetto ricercato, ossia ristabilire il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e l'unicità di tale politica, non è stata contestata nel corso del presente procedimento.
- 80 Risulta da quanto precede che, in presenza di condizioni economiche quali quelle rilevate dalla BCE alla data del comunicato stampa, il SEBC poteva legittimamente ritenere che un programma come quello annunciato in detto comunicato fosse idoneo a contribuire agli obiettivi perseguiti dal SEBC e, dunque, al mantenimento della stabilità dei prezzi.
- 81 Ciò premesso, occorre, in secondo luogo, verificare se un siffatto programma non vada manifestamente oltre quanto è necessario per raggiungere i suddetti obiettivi.
- 82 A questo proposito, occorre rilevare come dai termini del comunicato stampa risulti chiaramente che il programma controverso nei procedimenti principali consente l'acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari soltanto nella misura in cui esso sia necessario per raggiungere gli obiettivi di detto programma, e che tali acquisti cesseranno una volta raggiunti questi obiettivi.

- 83 Occorre altresì rilevare che l'annuncio, nel comunicato stampa, del programma controverso nei procedimenti principali sarà seguito, se del caso, da una seconda tappa, ossia quella dell'attuazione di tale programma, che sarà subordinata ad un'analisi approfondita delle esigenze della politica monetaria.
- 84 Bisogna d'altronde constatare che, a più di due anni dall'annuncio del programma controverso nei procedimenti principali, quest'ultimo non è stato attuato, avendo il Consiglio direttivo ritenuto che la sua applicazione non fosse giustificata dalla situazione economica della zona euro.
- 85 Al di là della rigorosa subordinazione dell'attuazione di un programma come quello annunciato nel comunicato stampa agli obiettivi che esso persegue, occorre rilevare che la portata potenziale di tale programma incontra svariati limiti.
- 86 Risulta infatti che soltanto i titoli del debito pubblico degli Stati membri sottoposti ad un programma di aggiustamento macroeconomico e aventi nuovamente accesso al mercato obbligazionario possono essere acquistati dal SEBC nell'ambito di un programma siffatto. Inoltre, un programma quale quello controverso nei procedimenti principali si concentra sui titoli di Stato con scadenza inferiore a tre anni, tenendo presente che il SEBC si riserva la facoltà di rivendere in qualsiasi momento i titoli acquistati.
- 87 Conseguenza da tali elementi, da un lato, che un programma come quello annunciato nel comunicato stampa riguarda, in definitiva, soltanto una parte limitata dei titoli del debito pubblico emessi dagli Stati della zona euro, sicché gli impegni che la BCE può assumere in occasione dell'attuazione di un programma del genere sono, di fatto, circoscritti e limitati. Dall'altro lato, un programma siffatto può risultare applicabile soltanto qualora la situazione di alcuni di questi Stati abbia già giustificato un intervento del MES che è tuttora in corso.

- 88 Date tali premesse, risulta che un programma il cui volume sia così limitato potrebbe essere validamente adottato dal SEBC senza fissare un limite quantitativo precedentemente all'attuazione del programma stesso, tenendo presente che un limite siffatto è, del resto, suscettibile di indebolire l'efficacia del programma in questione.
- 89 Inoltre, nella misura in cui il giudice del rinvio si interroga in merito alla selettività di un programma siffatto, occorre ricordare che il programma in questione si propone di rimediare alle perturbazioni della politica monetaria del SEBC generate dalla situazione specifica dei titoli di alcuni Stati membri. In queste circostanze, il SEBC poteva legittimamente ritenere che un programma selettivo di acquisto di titoli potesse rivelarsi necessario per risolvere tali perturbazioni, concentrando l'azione del SEBC sulle parti della zona euro interessate da queste ultime in modo particolare ed evitando così di accrescere inutilmente la portata di tale programma al di là di quanto è necessario per raggiungere i suoi obiettivi o di ridurre la sua efficacia.
- 90 È d'altronde giocoforza constatare che un programma come quello annunciato nel comunicato stampa identifica gli Stati membri i cui titoli possono essere acquistati sulla base di criteri legati agli obiettivi perseguiti, e non a seguito di una selezione arbitraria.
- 91 In terzo luogo, è importante rilevare che il SEBC ha ponderato i diversi interessi in gioco in modo da evitare effettivamente che possano prodursi, in occasione dell'attuazione del programma considerato, inconvenienti manifestamente sproporzionati rispetto agli obiettivi perseguiti da quest'ultimo.
- 92 Risulta da quanto precede che un programma come quello annunciato nel comunicato stampa non viola il principio di proporzionalità.

Sull'articolo 123, paragrafo 1, TFUE

- 93 Il giudice del rinvio si interroga in merito alla compatibilità con l'articolo 123, paragrafo 1, TFUE di un programma di acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari come quello annunciato nel comunicato stampa.
- 94 Risulta dal tenore letterale dell'articolo 123, paragrafo 1, TFUE che tale disposizione vieta alla BCE e alle banche centrali degli Stati membri di concedere scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia alle autorità e agli organismi pubblici dell'Unione e degli Stati membri, nonché di acquistare direttamente, presso di essi, titoli del loro debito (sentenza Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, punto 123).
- 95 Ne consegue che la suddetta disposizione vieta qualsiasi assistenza finanziaria del SEBC ad uno Stato membro (v., in tal senso, sentenza Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, punto 132), senza per questo escludere, in maniera generale, la facoltà, per il SEBC, di riacquistare, presso i creditori di tale Stato, titoli in precedenza emessi da quest'ultimo.
- 96 Infatti, l'articolo 18, paragrafo 1, del Protocollo sul SEBC e sulla BCE consente al SEBC, al fine di perseguire i propri obiettivi e di assolvere i propri compiti, di operare sui mercati finanziari, tra l'altro, comprando e vendendo a titolo definitivo strumenti negoziabili, tra i quali rientrano i titoli di Stato, senza subordinare tale autorizzazione a condizioni particolari fintanto che non venga disatteso il carattere stesso delle operazioni di mercato aperto.
- 97 Tuttavia, il SEBC non può validamente acquistare titoli di Stato sui mercati secondari in presenza di condizioni che conferiscano, in pratica, al suo intervento un effetto equivalente a quello dell'acquisto diretto di titoli del debito pubblico presso le autorità e gli organismi pubblici degli Stati membri, rimettendo così in discussione l'efficacia del divieto enunciato all'articolo 123, paragrafo 1, TFUE.

- 98 Inoltre, al fine di determinare le forme di acquisto di titoli di Stato compatibili con la disposizione suddetta, occorre prendere in considerazione l'obiettivo perseguito da quest'ultima (v., per analogia, sentenza Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, punto 133).
- 99 A tal fine, si deve ricordare che il divieto stabilito dall'articolo 123 TFUE trova la propria origine nell'articolo 104 del Trattato CE (divenuto articolo 101 CE), che è stato inserito in tale trattato dal Trattato di Maastricht.
- 100 Orbene, risulta dai lavori preparatori di quest'ultimo trattato che l'articolo 123 TFUE mira ad incitare gli Stati membri a rispettare una sana politica di bilancio, evitando che un finanziamento monetario dei disavanzi pubblici o un accesso privilegiato delle autorità pubbliche ai mercati finanziari conduca a un indebitamento eccessivo o a disavanzi eccessivi degli Stati membri (v. il Progetto di trattato recante revisione del Trattato che istituisce la Comunità economica europea ai fini dell'attuazione di una unione economica e monetaria, *Bollettino delle Comunità europee*, supplemento 2/91, pagg. 22 e 52).
- 101 Date tali circostanze, come ricordato dal considerando 7 del regolamento n. 3603/93 del Consiglio, del 13 dicembre 1993, che precisa le definizioni necessarie all'applicazione dei divieti enunciati all'articolo [123 TFUE] e all'articolo [125, paragrafo 1, TFUE] (GU L 332, pag. 1), gli acquisti effettuati sul mercato secondario non possono essere validamente utilizzati per aggirare l'obiettivo perseguito dall'articolo 123 TFUE.
- 102 Ne consegue che, come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 227 delle sue conclusioni, quando la BCE procede all'acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari, deve circondare il proprio intervento di garanzie sufficienti per conciliarlo con il divieto di finanziamento monetario risultante dall'articolo 123, paragrafo 1, TFUE.

- 103 Nel caso di un programma come quello annunciato nel comunicato stampa, occorre rilevare, in primo luogo, che il SEBC è autorizzato, nell'ambito di un programma siffatto, ad acquistare titoli di Stato non direttamente, presso le autorità e gli organismi pubblici degli Stati membri, ma soltanto indirettamente, sui mercati secondari. L'intervento del SEBC previsto da un programma come quello controverso nei procedimenti principali non può dunque essere equiparato ad una misura di assistenza finanziaria ad uno Stato membro.
- 104 Ciò detto, occorre sottolineare, in secondo luogo, che l'intervento del SEBC potrebbe avere, in pratica, un effetto equivalente a quello dell'acquisto diretto di titoli di Stato presso le autorità e gli organismi pubblici degli Stati membri, qualora gli operatori possibili acquirenti di titoli di Stato sul mercato primario avessero la certezza che il SEBC procederà al riacquisto di tali titoli entro un termine e a condizioni tali da permettere ad essi operatori di agire, de facto, come intermediari del SEBC medesimo per l'acquisto diretto dei titoli summenzionati presso le autorità e gli organismi pubblici dello Stato membro in questione.
- 105 Orbene, risulta dai chiarimenti forniti dalla BCE nel corso del presente procedimento che l'attuazione di un programma come quello annunciato nel comunicato stampa deve essere subordinata a condizioni destinate ad evitare che gli interventi del SEBC sui mercati secondari abbiano un effetto equivalente a quello dell'acquisto diretto di titoli di Stato sui mercati primari.
- 106 In questa prospettiva, risulta dai progetti di decisione e di orientamenti prodotti dalla BCE nel corso dell'odierno procedimento che il Consiglio direttivo dovrebbe essere competente a decidere in merito alla portata, all'inizio, al proseguimento e alla sospensione degli interventi sui mercati secondari previsti da un programma siffatto. Inoltre, la BCE ha precisato dinanzi alla Corte che il SEBC prevede, da un lato, di rispettare un termine minimo tra l'emissione di un titolo

sul mercato primario e il suo riacquisto sui mercati secondari e, dall'altro, di escludere un annuncio anticipato circa la propria decisione di procedere a simili riacquisti o il volume degli acquisti previsti.

- 107 Poiché tali garanzie permettono di evitare che le condizioni di emissione di titoli di Stato siano alterate dalla certezza che tali titoli verranno riacquistati dal SEBC dopo la loro emissione, esse consentono di escludere che l'attuazione di un programma come quello annunciato nel comunicato stampa abbia, in pratica, un effetto equivalente a quello dell'acquisto diretto di titoli di Stato presso le autorità e gli organismi pubblici degli Stati membri.
- 108 Certo, malgrado tali garanzie, l'intervento del SEBC permane idoneo ad avere – come rileva il giudice del rinvio – un certo influsso sul funzionamento del mercato primario e di quelli secondari del debito sovrano. Tuttavia, tale circostanza non è decisiva, in quanto detto influsso costituisce, come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 259 delle sue conclusioni, un effetto inerente agli acquisti sui mercati secondari autorizzati dal Trattato FUE, effetto del resto indispensabile per permettere l'efficace utilizzazione di tali acquisti nell'ambito della politica monetaria.
- 109 In terzo luogo, un programma come quello annunciato nel comunicato stampa aggirerebbe l'obiettivo di cui all'articolo 123, paragrafo 1, TFUE, ricordato al punto 100 della presente sentenza, qualora esso fosse idoneo a sottrarre gli Stati membri di cui trattasi all'incitamento a condurre una sana politica di bilancio. Infatti, poiché risulta dagli articoli 119, paragrafo 2, TFUE, 127, paragrafo 1, TFUE e 282, paragrafo 2, TFUE che, fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell'Unione, le azioni condotte dal SEBC sulla base dell'articolo 123 TFUE non possono essere tali da contrastare l'efficacia di tali politiche sottraendo gli Stati membri di cui trattasi all'incitamento a condurre una sana politica di bilancio.

- 110 Del resto, la gestione della politica monetaria implica in permanenza interventi sui tassi di interesse e sulle condizioni di rifinanziamento delle banche, il che ha necessariamente delle conseguenze sulle condizioni di finanziamento del disavanzo pubblico degli Stati membri.
- 111 Ad ogni modo, occorre constatare che le caratteristiche di un programma come quello annunciato nel comunicato stampa escludono che tale programma possa essere considerato idoneo a sottrarre gli Stati membri all'incitamento a condurre una sana politica di bilancio.
- 112 A questo proposito occorre ricordare, in primis, che il suddetto programma prevede l'acquisto di titoli di Stato soltanto nella misura necessaria per preservare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e l'unicità di tale politica e che detti acquisti cesseranno una volta raggiunti tali obiettivi.
- 113 Tale limitazione dell'intervento del SEBC implica, da un lato, che gli Stati membri non possono determinare la loro politica di bilancio basandosi sulla certezza del futuro riacquisto, da parte del SEBC, dei titoli del loro debito pubblico sui mercati secondari e, dall'altro, che il medesimo programma non può essere attuato in un modo che comporti un'armonizzazione dei tassi di interesse applicati ai titoli del debito pubblico degli Stati membri della zona euro indipendentemente dalle differenze attinenti alla loro situazione macroeconomica o di bilancio.
- 114 Pertanto, l'adozione e l'attuazione di un siffatto programma non permettono agli Stati membri né di adottare una politica di bilancio che non tenga conto del fatto che essi, in caso di disavanzo, saranno indotti a cercare finanziamenti sui mercati, né di essere tutelati di fronte alle conseguenze che può avere, al riguardo, l'evoluzione della loro situazione macroeconomica o di bilancio.

- 115 In secundis, occorre rilevare che un programma come quello controverso nei procedimenti principali è accompagnato da una serie di garanzie destinate a limitare i suoi effetti sull'incitamento a condurre una sana politica di bilancio.
- 116 Infatti, limitando il programma in questione ad alcuni tipi di titoli emessi soltanto dagli Stati membri impegnati in un programma di aggiustamento strutturale e aventi nuovamente accesso al mercato obbligazionario, la BCE ha, de facto, ristretto il volume dei titoli di Stato suscettibili di essere acquistati nell'ambito del programma di cui sopra ed ha, pertanto, limitato la portata degli effetti di questo programma sulle condizioni di finanziamento degli Stati della zona euro.
- 117 Inoltre, gli effetti di un programma come quello annunciato dal comunicato stampa sull'incitamento a condurre una sana politica di bilancio sono limitati anche a motivo della facoltà del SEBC di rivendere in qualsiasi momento i titoli acquistati. Infatti, da ciò deriva che le conseguenze del ritiro di tali titoli dai mercati sono potenzialmente temporanee. Tale facoltà permette altresì al SEBC di adattare il proprio programma in funzione del contegno degli Stati membri interessati, in particolare al fine di limitare o di sospendere gli acquisti di titoli qualora uno Stato membro modifichi il proprio comportamento di emissione emettendo più titoli a breve scadenza per finanziare il proprio bilancio mediante strumenti di debito suscettibili di beneficiare dell'intervento del SEBC.
- 118 La circostanza che il SEBC abbia anche la possibilità di conservare i titoli acquistati fino alla loro scadenza non gioca un ruolo determinante al riguardo, in quanto tale possibilità è subordinata al fatto che un'azione di questo tipo sia necessaria per raggiungere gli obiettivi previsti ed essa, in ogni caso, non consente agli operatori implicati di avere la certezza che il SEBC farà uso di tale facoltà. D'altronde, occorre ricordare che una prassi siffatta non è assolutamente esclusa dall'articolo 18, paragrafo 1, del Protocollo sul SEBC e sulla BCE e che essa

non implica alcuna rinuncia al pagamento del debito da parte dello Stato membro emittente una volta arrivato a scadenza il titolo.

- 119 Inoltre, prevedendo unicamente l'acquisto di titoli del debito pubblico emessi dagli Stati membri aventi nuovamente accesso al mercato obbligazionario, il SEBC, in pratica, esclude dal programma che si ripromette di attuare gli Stati membri la cui situazione finanziaria sia deteriorata a tal punto che essi non sarebbero più in grado di ottenere un finanziamento sul mercato.
- 120 Infine, la subordinazione dell'acquisto di titoli di Stato al rispetto integrale dei programmi di aggiustamento strutturale ai quali sono sottoposti gli Stati membri interessati esclude che un programma come quello annunciato nel comunicato stampa possa incitare tali Stati a rinunciare al risanamento delle loro finanze pubbliche fondandosi sulle facilitazioni di finanziamento che potrebbero derivare dall'attuazione di un programma siffatto.
- 121 Risulta da quanto precede che un programma come quello annunciato nel comunicato stampa non produce l'effetto di sottrarre gli Stati membri di cui trattasi all'incitamento a condurre una sana politica di bilancio. Ne consegue che l'articolo 123, paragrafo 1, TFUE non vieta al SEBC di adottare un programma siffatto e di attuarlo in condizioni che non conferiscano all'intervento del SEBC medesimo un effetto equivalente a quello dell'acquisto diretto di titoli di Stato presso le autorità e gli organismi pubblici degli Stati membri.
- 122 Le caratteristiche di tale programma specificamente rilevate dal giudice del rinvio, che non sono state richiamate nell'analisi contenuta nei punti che precedono, non sono tali da rimettere in discussione la conclusione di cui sopra.
- 123 Infatti, la circostanza che il programma summenzionato potrebbe esporre la BCE ad un rischio elevato di perdite, anche a supporla dimostrata, non indebolisce in alcun modo le garanzie che circondano il programma stesso al fine di evi-

tare di sottrarre gli Stati membri all'incitamento a condurre una sana politica di bilancio.

124 A questo proposito, è importante rilevare che tali garanzie sono del pari idonee a ridurre il rischio di perdite cui la BCE si espone.

125 Peraltro, occorre ricordare che una banca centrale, come la BCE, è obbligata ad assumere decisioni le quali, come le operazioni di mercato aperto, comportano per essa inevitabilmente un rischio di perdite, e che l'articolo 33 del Protocollo sul SEBC e sulla BCE prevede appunto il modo in cui devono essere ripartite le perdite della BCE, senza delimitare specificamente i rischi che quest'ultima è autorizzata a prendere per realizzare gli obiettivi della politica monetaria.

126 Inoltre, se la mancata rivendicazione di un trattamento privilegiato espone eventualmente la BCE al rischio di dover subire un taglio del proprio credito deciso dagli altri creditori dello Stato membro interessato, è giocoforza constatare come si tratti di un rischio inerente all'acquisto di titoli sui mercati secondari, operazione che è stata autorizzata dagli autori dei Trattati, senza essere subordinata alla concessione dello status di creditore privilegiato alla BCE.

127 Alla luce dell'insieme delle considerazioni che precedono, occorre rispondere alle questioni pregiudiziali sollevate dichiarando che gli articoli 119 TFUE, 123, paragrafo 1, TFUE e 127, paragrafi 1 e 2, TFUE, nonché gli articoli da 17 a 24 del Protocollo sul SEBC e sulla BCE, devono essere interpretati nel senso che autorizzano il SEBC ad adottare un programma di acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari come quello annunciato nel comunicato stampa.

...(omissis)

Per questi motivi, la Corte (Grande Sezione) dichiara:

Gli articoli 119 TFUE, 123, paragrafo 1, TFUE e 127, paragrafi 1 e 2, TFUE, nonché gli articoli da 17 a 24 del Protocollo (n. 4) sullo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, devono essere interpretati

nel senso che autorizzano il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) ad adottare un programma di acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari come quello annunciato nel comunicato stampa del quale viene fatta menzione nel verbale della 340ª riunione del Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) dei giorni 5 e 6 settembre 2012.

LEGITTIMO IL PROGRAMMA "OMT":

LA CORTE DI GIUSTIZIA DÀ RAGIONE ALLA BCE*.

(The "OMT" program is legal: the Court of Justice of the European Union supports the ECB)

SOMMARIO: 1. il fatto: le questioni pregiudiziali... - 2. (*Segue*) ... e quelle di merito. - 3. Gli strumenti non convenzionali di politica monetaria della BCE. Le OMT ed il QE... - 4. (*Segue*) ... alla luce delle indicazioni fornite dalla corte di giustizia. - 5. il nuovo ruolo della BCE.

1. Con la sentenza in commento, la Corte di Giustizia considera compatibili con il diritto europeo le misure "OMT" (Outright Monetary Transactions) deliberate dalla BCE¹; tale pronuncia consegue ad una domanda di rinvio pregiudiziale presentata dal "Bundesverfassungsgericht". Fin da subito è opportuno rilevare che, tra le diverse azioni intraprese dalla Banca Centrale Europea in tempo

* Contributo approvato dai revisori.

¹ Cfr., per un commento al provvedimento di rinvio del Tribunale federale tedesco, per tutti, MOSTACCI, *Dal "dialogo" al decalogo: le OMT nel primo rinvio pregiudiziale del "bundesverfassungsgericht"*, in *Dir. pubbl. comp. ed europ.*, 1, 2014, p. 36 ss.; BASSAN, *Le operazioni non convenzionali della BCE al vaglio della Corte costituzionale tedesca*, in *Riv. dir. int.*, 2, 2014, p. 361 ss.; DE PETRIS, *Un rinvio pregiudiziale sotto condizione? l'ordinanza del Tribunale costituzionale federale sulle "Outright Monetary Transaction"*, in *federalismi.it*, 4, 2014; DE MARTINO, *Le "Outright Monetary Transactions" tra Francoforte, Karlsruhe e Lussemburgo. Il primo rinvio pregiudiziale del "Bvefrg"*, in *federalismi.it*, 4, 2014. Cfr., inoltre, la rivista *German Law Journal* che ha dedicato un intero numero (2, 2014) al trattamento dell'argomento.

di crisi, quelle che concernano le operazioni definitive monetarie², non hanno finora trovato concreta applicazione; di esse, infatti, si rinviene traccia soltanto in uno scarno comunicato stampa del 6 settembre 2012 al quale non sono seguiti i provvedimenti attuativi. Da qui i dubbi avanzati da diversi Paesi europei con riguardo alla ricevibilità della domanda in discorso; dubbi motivati, per l'appunto, dalla genericità delle questioni sottoposte al vaglio della Corte. Va, in aggiunta, evidenziato che il giudice del rinvio non riconosce un valore interpretativo definitivo alla decisione de qua. Infatti, il Tribunale federale tedesco intende dire l'ultima parola sulla vicenda³, riservandosi di pronunciarsi in ordine alla validità degli interventi in esame sulla base dei principi contenuti nella "Grundgesetz"; tale circostanza viene segnalata dal governo italiano, in via preliminare, quale causa impediante alla disamina dei quesiti pervenuti.

Sciogliendo, dapprima, tali riserve, la Corte di Giustizia affronta, successivamente, i problemi di merito. In principio, dunque, l'Autorità giudiziaria considera dirimente, al fine di respingere le osservazioni preliminari su menzionate, l'esistenza, nella domanda inoltrata, di taluni elementi in presenza dei quali, sul piano astratto, i Supremi tribunali nazionali sono legittimati a richiedere, proficuamente, il sostegno interpretativo della CGUE. In particolare, in forza della procedura di cooperazione di cui all'art. 267 TFUE, la Corte sottolinea di essere tenuta a chiarire la propria posizione ogniqualvolta le istanze proposte vertano sull'esegesi e sull'applicazione del diritto dell'Unione e siano, altresì, funzionali alla soluzione delle liti nei procedimenti principali. Di contro, la valutazione circa l'effettiva necessità di tutela giurisdizionale preventiva, spetta soltanto all'Autorità giudicante nazionale; donde l'ulteriore considerazione che la Corte possa ri-

² Operazioni consistenti, come si vedrà in seguito più approfonditamente, nell'acquisto di titoli di debito pubblico degli Stati della zona euro, sul mercato secondario, purché i paesi interessati abbiano aderito ad un programma di assistenza finanziaria del FESF o del MES.

³ Cfr., sul punto, BAST, *Don't Act Beyond Your Powers: The Perils and Pitfalls of the German Constitutional Court's Ultra Vires Review*, in *German Law Journal*, 2, 2014, p. 180.

fiutare di svolgere il proprio operato soltanto se “risulti in modo manifesto che l'interpretazione o l'esame di validità richiesto relativamente ad una norma dell'Unione non ha alcun rapporto con la realtà effettiva o con l'oggetto della controversia nel procedimento principale (...)”⁴. Per tale via, la CGUE respinge le ulteriori obiezioni avanzate circa la ricevibilità del ricorso proposto; obiezioni motivate dall'evidenza che le questioni da affrontare fossero “astratte e ipotetiche” o, comunque, derivanti da una lite “simulata e costruita”.

Più nello specifico, il Tribunale federale tedesco pone in dubbio che la BCE possa adottare, legittimamente, un programma di intervento come quello "OMT"; ciò avendo riguardo alle disposizioni di cui agli artt. 119, 123 e 127 TFUE nonché a quelle di cui agli artt. da 17 a 24 del Protocollo sul SEBC e sulla BCE. Pertanto, si chiede alla CGUE se le misure in discorso travalichino le competenze proprie della Banca Centrale Europea, sicché esse finiscano per invadere il campo di competenza degli Stati membri in materia di politica economica. A ciò aggiungansi le perplessità avanzate dall'Autorità germanica circa la possibilità che interventi di tal fatta violino il divieto di assistenza finanziaria agli Stati. Al riguardo, è di scarsa rilevanza, ad avviso del giudice del rinvio, la considerazione che gli acquisti di titoli di debito pubblico dei paesi in difficoltà avvengano sul mercato secondario e non su quello primario (circostanza quest'ultima espressamente vietata dall'art. 123 TFUE). Infatti, tale eventualità non esclude che l'operazione posta in essere, sul piano delle concretezze, si mostri idonea ad eludere la normativa in materia⁵.

E' significativo, inoltre, constatare che la Consulta tedesca ha ritenuto di

⁴ Tale, dunque, è la spiegazione che la Corte fornisce alle indicazioni provenienti dalla sentenza Kleinwort-Benson (C-346/93); provvedimento che il governo italiano ha richiamato a sostegno della tesi per la quale la Corte si sarebbe dovuta dichiarare incompetente perché il giudice del rinvio non sarebbe stato vincolato all'interpretazione da essa fornita.

⁵ Cfr., sul punto, CAPRIGLIONE, *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, Torino, 2013, p. 123 ss.

sottoporre alla Corte di Giustizia, un programma di intervento alternativo con caratteristiche ritenute, invece, compatibili con le disposizioni del Trattato. Tale modus operandi sembra confermare, più in generale, un atteggiamento che autorevole dottrina riconduce a “primazia” e volontà “di comando” da parte delle Autorità tedesche nei riguardi degli Stati dell'Unione e delle istituzioni europee⁶. Va, tuttavia, altresì, evidenziato come tale decisione storica della Consulta tedesca (la prima che rinvii alla CGUE un quesito in via pregiudiziale), non sia stata del tutto condivisa al proprio interno; si fa riferimento, nello specifico, all'evidenza che il provvedimento è stato assunto col voto sfavorevole di due alti magistrati⁷. Tale spaccatura, in seno al collegio, probabilmente, ha contribuito a rendere debole la posizione assunta dall'Autorità nazionale, donde la dura replica da parte dell'Avvocato generale Cruz Villalón il quale si è espresso criticamente sull'atteggiamento assunto dai giudici nazionali nei confronti dell'azione della BCE; si ha riguardo, più precisamente, all'affermazione per la quale “i tribunali devono controllare l'attività della BCE usando alquanto moderazione, in quanto mancano della specializzazione e dell'esperienza di cui dispone tale organismo in questa materia”⁸.

2. La pronuncia della Corte di Giustizia appare più concisa e meno rigorosa delle conclusioni espresse dall'Avvocato generale, pur condividendone i per-

⁶ Cfr. CAPRIGLIONE, *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, cit., p. 189. Sul ruolo della Germania e sulle implicazioni di tale atteggiamento autoritario, cfr. HAIDER - LEMMA, *The difficult Journey Towards European Political Union: Germany's Strategic Role*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2, 2012, p. 390 ss.

⁷ Evidenzia l'immagine negativa offerta all'estero da parte della Corte costituzionale tedesca, MAYER, *Rebels Without a Cause? A Critical Analysis of the German Constitutional Court's OMT Reference*, in *German Law Journal*, 2, 2014, p. 144 ss.

⁸ Cfr. CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA, *Comunicato stampa n. 2/15*, Lussemburgo, 14 gennaio 2015.

corsi logici⁹. Il ragionamento di fondo si basa sulla mancanza, all'interno del Trattato, di alcun riferimento alla nozione di "politica monetaria" atteso che, ivi, si rinvencono soltanto indicazioni circa le finalità e gli strumenti per attuarla. Pertanto, l'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi, specificato dagli artt. 127 e 282 TFUE, rappresenta, altresì, il criterio in ragione del quale delimitare, al contempo, il campo di azione stesso del SEBC¹⁰. In altri termini, come è dato desumersi dalla giurisprudenza della Corte¹¹, deve aversi riguardo agli scopi perseguiti dalle misure poste in essere, sì da stabilire il rispettivo ambito di competenza sul quale le medesime sono destinate ad incidere. Partendo da tale assunto logico, la CGUE sancisce, dunque, che il proposito perseguito mediante l'adozione del programma OMT, ovvero di assicurare "un'adeguata trasmissione della politica monetaria e l'unicità di tale politica", è conforme alle finalità di cui all'art. 127 TFUE¹². Non è da escludere che misure di tal genere possano incidere sulla "stabilità della zona euro" e, dunque, per tale via, produrre effetti indiretti sulle politiche economiche; detta attitudine, tuttavia, non è idonea ad alterarne l'essenza.

Significativo, poi, è quanto la Corte osserva in merito al principio di pro-

⁹ Per una disamina delle considerazioni espresse dall'Avvocato Generale, cfr. PISANESCHI, *Il programma OMT della BCE al vaglio della Corte di Giustizia. Considerazioni sulle conclusioni dell'Avvocato Generale*, in *Federalismi.it*, 4, 2015.

¹⁰ Cfr., più in generale, sull'evoluzione del ruolo del SEBC, per tutti, PELLEGRINI, *Banca centrale nazionale e unione monetaria europea. Il caso italiano*, Bari, 2003, p. 235 ss.

¹¹ Cfr., sul punto, la sentenza Pringle, C-370/12. Per un commento alla sentenza, cfr., per tutti, CHITI, *Il Meccanismo Europeo di Stabilità al vaglio della Corte di Giustizia*, in *Giorn. dir. amm.*, 2, 2013, p. 148 ss.

¹² Secondo il par. 50 del provvedimento in parola, l'idoneità del SEBC ad influire sull'evoluzione dei prezzi mediante le sue decisioni di politica monetaria dipende, in larga misura, dalla trasmissione degli impulsi che esso emette sul mercato monetario ai vari settori dell'economia. Di conseguenza, un funzionamento deteriorato del meccanismo di trasmissione della politica monetaria può rendere inoperanti le decisioni del SEBC in una parte della zona euro e mettere così in discussione l'unicità della politica monetaria. Inoltre, poiché un funzionamento deteriorato del meccanismo di trasmissione altera l'efficacia delle misure adottate dal SEBC, la capacità di quest'ultimo di garantire la stabilità dei prezzi ne risulta necessariamente pregiudicata. Pertanto, le misure intese a preservare tale meccanismo di trasmissione possono essere ricondotte all'obiettivo principale definito all'articolo 127, paragrafo 1, TFUE.

porzionalità; principio in forza del quale un programma di acquisto di titoli, come quello di cui in parola, può essere validamente adottato soltanto in presenza di interventi adeguati agli obiettivi. Sul punto, nel caso di specie, l'assenza di una decisione formalmente assunta, non consente di accertare il rispetto "dell'obbligo di motivazione" richiesto, benché nel comunicato stampa, reso pubblico nel settembre 2012, siano stati indicati gli elementi essenziali del programma. Nonostante, dunque, tale premessa di metodo, la Corte ritiene di dover limitare la propria azione in settori, come quello di cui in discorso, caratterizzati da estremo tecnicismo; da qui la conclusione che il SEBC, nel proprio ambito, abbia un ampio potere discrezionale.

Si è in presenza, dunque, dell'ammissione da parte della CGUE circa le difficoltà di esercitare un efficace controllo giurisdizionale in contesti nei quali le stime sull'opportuna adozione di talune misure sono eterogenee e decisamente articolate. Ne deriva, pertanto, la presa di coscienza che certi ambiti sfuggono ad un penetrante sindacato della Corte di Giustizia; e ciò in quanto quest'ultima manca della necessaria competenza specialistica per valutare la portata di interventi di tal genere. Donde il riconoscimento di una consistente autonomia decisionale del SEBC; fattore questo che assume rilevanza, altresì, al di fuori dello stretto contesto nel quale si insinua la pronuncia in parola, essendo un elemento da tenere in debito conto in sede di verifica della validità di tutte le recenti misure di politica monetaria non convenzionale adottate dalla BCE. Non da ultimo, ad esempio, tale criterio dovrebbe essere utilizzato dalla CGUE qualora fosse sottoposto al suo vaglio il piano di quantitative easing di recente adozione e già oggetto di ricorso presso il Tribunale federale tedesco (!).

Con riguardo, infine, alla presunta violazione della disposizione di cui all'art. 123 TFUE, la Corte di Giustizia sottolinea, preliminarmente, la necessità che la BCE circonda il programma "OMT" di idonee garanzie. A ben considerare,

detto piano di intervento, in linea astratta, potrebbe rivelarsi in spregio al divieto in parola nell'ipotesi in cui “gli operatori possibili acquirenti di titoli di Stato” abbiano la certezza che il SEBC effettui detti acquisti entro un termine prestabilito e a determinate condizioni; in tal caso, infatti, essi, de facto, agirebbero, sul mercato primario, quali “intermediari del SEBC medesimo”. Tale pericolo, ad avviso della CGUE, appare scongiurato in quanto la BCE, nel corso del procedimento(!), ha assicurato che il SEBC ha previsto di attendere il trascorso di un periodo minimo tra l'emissione di un titolo sul mercato primario e il suo riacquisto su quello secondario; esso, inoltre, ha escluso di effettuare un annuncio anticipato in ordine alla decisione di procedere a dette acquisizioni.

Peraltro, la Corte precisa che una violazione della disposizione di cui all'art. 123 TFUE si configura, altresì, nell'ipotesi in cui gli acquisti fossero diretti a distogliere, sul piano delle concretezze, uno Stato da una condotta improntata ad una sana politica di bilancio¹³. Ad ovviare a tale rischio, nel caso di specie, si rinviene il dato che il programma OMT cesserà non appena raggiunta la finalità avuta di mira ovvero, come si è detto, quella di garantire un adeguato “meccanismo di trasmissione della politica monetaria e la sua unicità”. Tale opportuna delimitazione del campo operativo del programma in parola non permette, evidentemente, agli Stati di determinare la propria politica di bilancio basandosi sulla certezza del futuro riacquisto da parte del SEBC. Non meno significativo, in

¹³ Ed invero, quello della sana politica di bilancio è proprio l'obiettivo che si intende proteggere attraverso la previsione del divieto di assistenza finanziaria agli Stati. In ordine alla *ratio* delle disposizioni di cui all'art. 123 e 125 TFUE, cfr., altresì, a LOUIS, *The No-Bail Out Clause and rescue Packages*, in *Common Market Law Rev.*, 2010, p. 978, secondo il quale “the no-bailout clause is an essential part of the “budgetary code” of the Union, and beyond its literal wording is, together with the two preceding prohibitions mentioned above, the expression of the responsibility of each Member State for its own public finance”; CAFARO, *Unione monetaria e coordinamento delle politiche economiche. Il difficile equilibrio tra modelli antagonisti di integrazione europea*, Milano, 2001, p. 29 ss. Cfr., in generale, sul principio del *no bail out*, TUFANO, *Il principio del no bail out nel diritto comunitario*, in *Il dir. un. europ.*, 3, 2002, p. 505 ss. e, con specifico riguardo all'ex art. 101 TCE (attuale 123 TFUE), p. 512; ID., *Commento all'art. 125 TFUE*, in *Trattati dell'Unione Europea*, a cura di Tizzano, Milano, 2014, p. 1323 ss.

proposito, è il riferimento esclusivo agli acquisti di titoli di paesi aderenti a programmi di aggiustamento strutturale (FESF o MES); ne deriva, infatti, che le OMT non potranno invogliare gli Stati a rinunciare ai progetti di risanamento delle finanze già intraprese, e ciò per l'ovvia constatazione che la partecipazione a questi ultimi costituisce il presupposto stesso per l'attivazione del piano.

3. La mancanza di predefiniti strumenti in grado di fronteggiare gli eventi di crisi che hanno colpito anche i paesi appartenenti alla zona euro ed, in particolare, quelli dell'area mediterranea, ha creato le condizioni affinché la BCE assumesse un ruolo da protagonista nell'individuazione di idonee strategie. Le misure non convenzionali di politica monetaria sono giustificate, dunque, dalla comune situazione contingente straordinaria e si contraddistinguono per le diverse finalità per le quali sono state poste in essere. Infatti, in una fase iniziale della crisi, la Banca Centrale Europea ha operato cercando di contrastare il diffuso "rischio di liquidità", sicché il mercato interbancario potesse riprendere a concedere prestiti¹⁴. In tale prospettiva, la BCE, dapprima, provvide a fornire illimitata liquidità a breve termine (3 mesi poi divenuti 6) alle banche, e successivamente, stabili scadenze fino ad un anno (LTRO) accettando titoli di debito pubblico in garanzia; per tale via, intendendo rifinanziare le attività degli istituti di credito senza che questi ultimi fossero costretti a svenderle. A ciò aggiungasi l'acquisto di covered bond all'interno del programma CBPP per un totale di circa 106 miliardi di euro. Inoltre, tra dicembre 2011 e gennaio 2012, sì da scongiurare il rischio di insolvenza delle banche, la BCE pose in essere due operazioni di rifinanziamento a tre anni a tasso di interesse fisso molto basso (1%)¹⁵. Va evi-

¹⁴ Cfr., sul punto, DRAGHI, *L'euro, la politica monetaria, le riforme*, collana *Lectures*, University Press Luiss, 2013.

¹⁵ Cfr., al riguardo, FANTACCI - PAPETTI, *Il debito dell'Europa con se stessa. Analisi e riforma della governance europea di fronte alla crisi*, in *Costituzionalismo.it*, 2, 2013. A giugno

denziato, tuttavia, che i buoni propositi che sostenevano l'agere della BCE si scontrarono con le condotte delle banche che si mostrarono poco inclini a concedere finanziamenti ad imprese e privati; tale atteggiamento, da un canto, derivava dal clima di sfiducia dilagante che coinvolgeva l'intero sistema, e da altro canto, dalla conveniente opportunità di destinare tali somme all'acquisto di titoli di debito pubblico¹⁶.

Si è in presenza, dunque, di interventi che, con lo scopo precipuo di ridimensionare l'abnorme rivalutazione del premio di liquidità, hanno giustificato l'elargizione di prestiti agli istituti di credito, per tale via, scongiurando episodi di insolvenza e incentivando la ripresa del sistema creditizio. In una fase successiva della crisi, si diffuse, poi, il cd. rischio di ridenominazione. In particolare, a seguito delle note vicende che hanno riguardato nello specifico la Grecia, si era diffuso il timore di una possibile uscita dall'euro dei paesi in difficoltà, con l'ovvia conseguenza che i titoli di debito pubblico degli Stati interessati sarebbero stati convertiti in una nuova moneta. Il pericolo, dunque, che i detentori dei medesimi, sospinti dall'incertezza in ordine alla solidità dell'UEM, potessero cederli, invogliò la BCE a deliberare il piano OMT¹⁷ oggetto della pronuncia in commento.

In sintesi, il programma in discorso concerne l'acquisto indefinito di titoli

2014, inoltre, la BCE ha annunciato operazioni dirette a concedere prestiti con durata di quattro anni e scadenza nel 2018 per ulteriori 400 miliardi di euro.

¹⁶ Cfr. CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione europea tra rischi ed opportunità*, Torino, 2012, p. 103 i quali ravvisano uno scarso utilizzo dei nuovi fondi per incrementare il finanziamento bancario verso imprese e famiglie. Cfr., sul punto, altresì, BELKE, *Three-Year LTROs - A First Assessment of a Non-Standard Policy Measure*, Policy Department Economic and Scientific Policies, April 2012, European Union, Brussels.

¹⁷ Detto programma annunciato, come si è detto, nel settembre 2012, ha sostituito quello per i mercati finanziari del *Securities Markets Programme* che contemplava il possibile acquisto dei titoli privati e pubblici da parte della BCE. Sottolineano CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione europea tra rischi ed opportunità*, Torino, 2012, p. 97 che “il sostegno sul mercato secondario offerto dalla BCE ad alcuni Stati membri (...), se limitato a brevi e circoscritti interventi di stabilizzazione, rientra pienamente nei limiti della funzione assegnata a detto organismo (...)”, laddove se “tali interventi finiscono invece col protrarsi, essi assumono *de facto* il carattere di un trasferimento fiscale dai paesi più virtuosi a quelli oggetto di attacco speculativo”.

di debito pubblico da parte della Banca Centrale Europea sul mercato secondario; acquisto, tuttavia, subordinato all'osservanza di talune condizioni, tra le quali rileva l'adesione del paese in difficoltà ad una procedura di assistenza (FESF o al MES). Un'ulteriore caratteristica del sistema così predisposto consiste nella sterilizzazione della liquidità creata, ciò coerentemente con l'obiettivo di costituire uno scudo anti-spread senza, al contempo, incrementare il denaro in circolazione. Si aggiunga, inoltre, che gli acquisti riguardano titoli di breve o medio tempore (con scadenza massima triennale); fattore questo sintomatico della volontà di svolgere un controllo sui tassi di inflazione¹⁸. Va, infine, osservato che la Banca Centrale Europea si è riservata il ruolo di creditore privato, sicché essa non otterrà nessun privilegio anche in sede di un'eventuale ristrutturazione del debito.

E' importante ribadire che tale misura non trovò (e non ha trovato ancora) attuazione e, tuttavia, il solo annuncio delle sue caratteristiche essenziali¹⁹, produsse effetti benefici sul sistema. Si fa riferimento alla rinnovata fiducia degli investitori e alla repressione delle spinte speculative; spinte, peraltro, giustificate dalla situazione di incertezza generale piuttosto che da un reale rischio di insolvenza dei debitori. E' probabile che, prima di dare seguito al piano in parola, si attendessero proprio le indicazioni provenienti dal Tribunale federale tedesco,

¹⁸ Cfr. MESSORI, *Laudatio. Mario Draghi, innovatore istituzionale*, in *L'euro, la politica monetaria, le riforme*, cit., p. 21.

¹⁹ Cfr. CAFARO, *Caso OMT: la Corte giudica legittimo l'operato della BCE*, 17 giugno 2015, consultabile sul sito www.sidi.isil.org, il quale evidenzia: "la capacità della BCE e del suo Presidente di maneggiare la comunicazione come strumento non convenzionale di politica monetaria". CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione europea tra rischi ed opportunità*, cit., p. 137, apprezzano i benefici di tale misura, sottolineando che "fino ad ora nessuna altra forma di intervento era riuscita a dimostrare la forza di reazione dell'Unione e, dunque, la possibilità di conseguire risultati positivi (anche in assenza di effettiva movimentazione di risorse) (...)".

sicché la BCE le recepisce, in sede esecutiva²⁰, accontentando, per tale via, le aspettative della Germania e le sue “aspirazioni egemoniche”. Tuttavia, gli eventi si sono rivelati ben diversi dalle previsioni iniziali, donde il rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia e la pronuncia favorevole in ordine alla loro astratta legittimità.

Da ultimo, inoltre, la BCE ha deliberato il cd. Quantitative easing. A differenza delle misure OMT, il testé menzionato programma, come è noto, è stato lanciato ad inizio 2015. Pertanto, l'individuazione di possibili tratti comuni tra le due misure, consente di verificare se i principi enucleabili dalla pronuncia in commento possano valere per entrambe. Tale accertamento è ancor più utile in virtù del fatto che il Qe è già stato oggetto di ricorso da parte di alcuni giuristi tedeschi per violazione del diritto germanico ed europeo²¹. Va fatto presente che la causa non verrà messa a ruolo prima del 2016 e, dunque, in un momento in cui il piano in parola avrà già trovato ampia attuazione; l'eventuale accoglimento della domanda potrebbe, quindi, produrre effetti di difficile previsione sulle sorti delle misure già intraprese e, più in generale, sulla tenuta dell'apparato di interventi posti in essere dalla BCE. Ciò premesso, il cd. Quantitative easing consiste nell'acquisto di titoli del debito pubblico sul mercato secondario e, tuttavia, diverge dal programma OMT in ragione, in primo luogo, delle finalità perseguite, nonché, per le caratteristiche strutturali.

In estrema sintesi, mentre le Outright Monetary Transactions sono dirette a contrastare il “rischio da ridenominazione” e l'aumento dello spread, il Qe è volto ad assicurare maggiore liquidità al sistema, aumentando, quindi, la quanti-

²⁰ Cfr. BASSAN, *Le operazioni non convenzionali della BCE al vaglio della Corte costituzionale tedesca*, cit., p. 366.

²¹ Ricorso presentato a maggio 2015 da parte di alcuni giuristi tra i quali Christoph Degenhart dell'Università di Lipsia nel quale, come riportato dagli organi di stampa (*Il sole 24 ore* del 17 giugno, p. 5), viene osservato che il QE viola ancora più scandalosamente dell'OMT i diritti dei ricorrenti in base al diritto interno, ferma restando la violazione del mandato da parte della BCE.

tà di denaro in circolazione, si da riportare il tasso di inflazione attorno al 2%. Tale "iniezione" (per un totale complessivo di circa 1.140 miliardi di euro) dovrebbe rendere "più facile" il credito, favorendo, per tale via, la concessione di prestiti ad imprese e privati da parte delle banche, nonostante, al presente, gli effetti desiderati non siano ancora apprezzabili (anche tenuto conto che l'operazione è stata avviata soltanto a marzo 2015)²². In ragione di tali scopi, il Qe non comporta la sterilizzazione della liquidità immessa; concerne acquisti in quantità predeterminate; coinvolge tutti gli Stati appartenenti alla zona euro e non solo quelli che hanno aderito a programmi di risanamento.

4. I quesiti posti all'attenzione della Corte sono fondamentalmente due: l'incompatibilità tra il piano OMT ed i poteri di politica monetaria assegnati alla BCE; la violazione, attraverso l'attuazione del programma in parola, del divieto di assistenza finanziaria ai sensi dell'art. 123 TFUE. Trattasi di questioni le cui soluzioni interpretative - si immagina - avranno una certa rilevanza anche nel corso del giudizio sul Qe innanzi al Tribunale federale tedesco. Infatti, come si è detto, l'operazione di cd. alleggerimento quantitativo, per le caratteristiche strutturali, potrebbe prestare il fianco alle medesime obiezioni di competenza sollevate nel rinvio oggetto della pronuncia in commento. Decisivo, al riguardo, è quanto osservato dalla Corte di Giustizia in merito alle possibili ingerenze (sia pure per via indiretta), sulla stabilità della zona euro, di programmi di intervento

²² Significative le dichiarazioni espresse, in data 20 giugno 2015 (consultabili su *repubblica.it*), dall'ex segretario della CGIA Giuseppe Bortolussi secondo cui "nonostante le iniezioni di liquidità messe sul mercato dalla Bce i soldi arrivano alle famiglie con il contagocce, mentre il rubinetto del credito alle imprese continua a rimanere chiuso". Al riguardo, cfr., D'ACUNTO, *Vorrei ma è vietato, note sul "quantitative easing"*, 2015, consultabile sul sito internet *www.sidi-isil.org*, secondo cui "se la BCE e le banche centrali nazionali scegliessero di compiere i loro acquisti sul mercato secondario, ci sono seri motivi per temere che la liquidità immessa nel circuito possa restare «intrappolata» nelle casse delle banche e degli altri gestori istituzionali di portafogli titoli".

aventi i requisiti di quello "OMT"; interferenza che non consente, tuttavia, di qualificare i medesimi quale strumenti di politica economica²³.

Depone in tale senso, invero, la disposizione di cui all'art. 18 del Protocollo sul SEBC e sulla BCE che autorizza la Banca Centrale Europea ad “operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo (...) prestando o ricevendo in prestito crediti e strumenti negoziabili”. Da qui, l'inquadramento dell'operazione "OMT" in parola tra le azioni di politiche di natura monetaria; fermo restando che misure di tal genere, sul piano delle concretezze, possono perseguire finalità ulteriori non consentite. Al riguardo, tuttavia, rileva quanto previsto dall'art. 127 TFUE in forza del quale il SEBC “sostiene le politiche economiche generali (...) al fine di contribuire agli obiettivi dell'Unione”. In conclusione, il Trattato stesso considera legittima una misura di politica monetaria in grado di incidere, sia pure in una logica di supporto e, comunque, per via indiretta, su obiettivi propri di politica economica. Tale considerazione, a nostro avviso, dovrebbe avere una qualche rilevanza, altresì, in un eventuale giudizio di verifica di conformità, alle norme europee, del cd. Quantitative easing. Anzi, con ogni probabilità, le argomentazioni della CGUE, sul punto, dovrebbero distogliere la Consulta tedesca dall'avvio di un nuovo ricorso pregiudiziale: operazioni di tal genere rientrano, infatti, tra le misure di politica monetaria e, dunque, sono di competenza della BCE.

C'è da chiedersi se le conclusioni cui perviene la CGUE al fine di legittimare il piano "OMT" ai sensi dell'art. 123 TFUE, possano valere anche per il Qe. Preliminarmente, è opportuno far presente che la Corte costituzionale tedesca aveva proposto, indicandone i contenuti nella domanda pregiudiziale oggetto della pronuncia in commento, un programma di intervento alternativo a quello

²³ Cfr. CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione europea tra rischi ed opportunità*, cit. p. 94 ss., ravvisano il pericolo che le operazioni non convenzionali poste in essere dalla BCE possano contrastare con il disposto dell'art. 130 del TFUE.

deliberato dalla BCE, avente caratteristiche ritenute compatibili con le disposizioni del Trattato. In particolare, tra i presupposti di validità richiesti era menzionata l'assenza di collegamento tra l'attuazione del piano in questione ed i programmi di assistenza finanziaria. Veniva sollecitata, inoltre, l'opportunità che la BCE conservasse la posizione di creditore privilegiato, nonché l'esigenza di predeterminare un limite massimo di titoli acquisibili.

Di contro, è interessante ravvisare come, invece, ad opinione della CGUE, la correlazione tra l'adozione delle misure OMT e l'adesione del paese in difficoltà ad una procedura di risanamento, rappresenta fattore determinante per stabilire che il programma in parola non infrange il divieto contenuto nella disposizione di cui all'123 TFUE. Infatti, la partecipazione ad un piano di aggiustamento strutturale, come si è detto, rappresenta il presupposto per avviare la procedura di acquisti in discorso e, al contempo, costituisce motivo per invogliare a proseguire pratiche di risanamento della finanza pubblica ormai intraprese.

A ben considerare, invece, il cd. Quantitative easing non è subordinato ad analoghe condizioni, essendo rivolto a tutti gli Stati della zona euro e non solo a quelli aderenti ad una procedura di assistenza; donde il pericolo che esso possa disincentivare i paesi a perseguire una sana politica di bilancio ed essere ricondotto, per tale via, nell'alveo del divieto di cui all'art. 123 TFUE. A ben considerare, tuttavia, tale rischio appare scongiurato dalla presenza di ulteriori elementi di condizionalità ritenuti significativi; si fa riferimento alla circostanza che i titoli oggetto di acquisti consistono (soltanto) in bond governativi con investment grade, in abs ed in covered bond. Se ne deduce che il piano riguarda specifiche categorie di titoli con determinati vincoli di rating che non includono, dunque, obbligazioni di Stati prive di dette caratteristiche (come quelle elleniche ad esempio); ne consegue l'impossibilità di ciascun paese di determinare la propria politica di bilancio basandosi sulla sicura acquisizione, da parte del SEBC, di titoli

del proprio debito pubblico sul mercato secondario. Alla luce di tali considerazioni, si ritiene improbabile, anche sotto tale secondo profilo, un nuovo rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia da parte della Consulta tedesca avente ad oggetto il Qe²⁴: operazione, conforme al trattato, con finalità squisitamente di politica monetaria diretta al controllo dell'inflazione e all'incremento del bilancio della BCE²⁵.

Resta sullo sfondo, nel caso di specie, la rilevante verifica che il Tribunale federale tedesco si è riservato di effettuare in merito alla conformità del programma "OMT" al diritto germanico; ci si riferisce all'eventualità che un provvedimento posto in essere dalla BCE, per quanto rispettoso delle disposizioni europee, si ponga in contrasto con gli obblighi assunti dal Parlamento nazionale in sede di ratifica del Trattato. La questione riguarda il carattere virtualmente illimitato degli acquisti effettuati ai sensi del piano in parola, donde il pericolo che il Bundestag possa perdere la facoltà di avallare operazioni in grado di incidere sul proprio bilancio nazionale²⁶.

5. La sentenza della Corte di Giustizia del 16 giugno 2015 si colloca in un momento molto critico per l'UEM; le vicende degli ultimi giorni, come è noto,

²⁴ Cfr., in tal senso anche, da ultimo, PISANESCHI, *Legittimo secondo la Corte di Giustizia il piano di allentamento monetario (OMT) della BCE. Una decisione importante anche in relazione alla crisi greca*, in *Federalismi.it*, Editoriale del luglio 2015, p. 11.

²⁵ Cfr., ODDENINO, *Il QE della Banca Centrale Europea fra politica monetaria, politiche economiche e dinamiche dei mercati finanziari internazionali*, in *Biblioteca della libertà*, n. 212, 2015, p. 12 il quale sottolinea che “ciò che oggi viene riproposto come *quantitative easing* appare quindi una versione neutralizzata e depotenziata, non suscettibile di sollevare riserve da parte degli stati – come in particolare la Germania – ansiosi di evitare che le dinamiche dei mercati possano essere influenzate se non addirittura sovvertite”.

²⁶ Sono noti gli orientamenti della giurisprudenza tedesca in merito a quest'aspetto. Cfr., per tutte, la sentenza *Grecia e EFSF - Bundesverfassungsgericht*, caso n. 2, BVR 987/10, 7 maggio 2010; Bundesverfassungsgericht, secondo senato 12 settembre 2012, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, II, 2012, con nota di GUARRACINO, *Brevi note sulla sentenza della Corte costituzionale tedesca in merito al Trattato istitutivo del Meccanismo europeo di stabilità e sulla collateralisation degli interventi dell'ESM finalizzati alla ricapitalizzazione degli istituti bancari*, p. 61 ss.

hanno rischiato di minare nelle fondamenta la stabilità stessa della zona euro. E' appena il caso di precisare, al riguardo, che parte della dottrina ha fornito una peculiare valutazione ermeneutica dei recenti accadimenti verificatisi in Grecia proprio alla luce delle indicazioni desumibili dal provvedimento in commento²⁷. D'altro canto è facilmente intuibile che la pronuncia in parola avrà riflessi significativi anche al di fuori dello stretto perimetro decisionale, essendo i principi, ivi, contenuti estendibili (quantomeno) ad ogni intervento "non convenzionale" adottato dalla BCE.

Come si è avuto modo di considerare, la Banca Centrale Europea ha assunto (e ha) un ruolo determinante in detto momento avverso. La presente congiuntura storica non consente, il più delle volte, di attendere i tempi necessari per l'adozione di procedimenti decisionali articolati e complessi; da qui il rischio concreto di un "deficit democratico"²⁸ cui, tuttavia, ha corrisposto, finora,

²⁷ Cfr. PISANESCHI, *Legittimo secondo la Corte di Giustizia il piano di allentamento monetario (OMT) della BCE. Una decisione importante anche in relazione alla crisi greca*, cit., p. 12. L'Autore evidenzia, in particolare, che il provvedimento della CGUE in commento "può svolgere indirettamente un certo rilievo sulla *vexata questio* dei programmi di aggiustamento economico degli Stati monitorati dal FMI, Commissione, BCE stessa". In particolare, gli acquisti sul mercato secondario dei titoli di Stato da parte della BCE "sono legittimi (...) proprio nella misura in cui lo Stato è impegnato a rispettare un programma condiviso con i creditori". Pertanto, "un prestito ad uno Stato assistito da un programma di risanamento (...) non costituisce un finanziamento illegittimo". Tali piani, infatti, "costituiscono attuazione dell'art. 123 del Trattato (...)". Ne consegue, dunque, che sottrarsi a detti impegni "derivanti dal diritto europeo (...) dovrebbe aprire una procedura di infrazione (...)". L'Autore, ponendosi in senso critico nei confronti del percorso intrapreso negli ultimi giorni dal governo greco, sostiene, dunque, che l'aver sottoposto "a referendum popolare un accordo con i creditori" si sostanzia in una violazione del diritto europeo. Detto ultimo passaggio logico, tuttavia, non convince. A parere di chi scrive, la conclusione sarebbe condivisibile nell'eventualità nella quale fosse stato sottoposto a referendum il programma stesso quale presupposto per ottenere fondi e non già, come invece è avvenuto, il suo contenuto. Soltanto nel primo caso, infatti, si sarebbe in presenza della violazione di obblighi provenienti dal diritto europeo. Tali obblighi, attraverso un'interpretazione della sentenza in commento, si sostanziano nel collegare l'elargizione di prestiti all'adesione ad un piano di risanamento strutturale; piano che, nel merito, deve essere, tuttavia, negoziato e può essere discusso in sede referendaria.

²⁸ Evidenzia la a Bundesbank, nel provvedimento di rinvio alla CGUE, come gli effetti delle OMT si sarebbero potuti comunque raggiungere anche nell'eventualità in cui i provvedimenti fossero stati assunti dall'ESM e non dalla BCE; con l'ovvia conseguenza che, in quest'ultimo caso, sarebbe stato tutelato il principio democratico.

la tenuta in piedi dell'UEM. Il provvedimento in commento si pone, dunque, nel solco della predetta peculiare contingenza e rafforza, legittimandole, le misure intraprese dalla BCE; Autorità quest'ultima che è riuscita a rivendicare, con forza, nonostante le pressioni politiche contrarie (specie tedesche), nemmeno tanto sottaciute, la propria indipendenza da qualsiasi istituzione. Pertanto, anche da quest'angolo visuale, la sentenza costituirà un significativo precedente.

Si è in presenza, quindi, del riconoscimento della legittimità di misure che si pongono come alternative al ruolo di prestatore di ultima istanza²⁹. Nondimeno, esse spingono nel senso di attribuire tale veste alla BCE, muovendosi cautamente sulla linea di confine tracciata dalla normativa europea. Sintomatica, al riguardo, è la chiave di lettura del divieto di cui all'art. 123 TFUE proposta dalla Corte di Giustizia sulla quale fondare la validità di provvedimenti come quelli di specie; chiave di lettura che offre, altresì, lo spunto per valutare, più in generale, la legittimità di ogni programma di aggiustamento strutturale intrapreso³⁰. Tuttavia, il riferimento alla necessaria presenza di “idonee garanzie” che devono circondare l'agere della BCE, al fine di superare il vaglio di cui alla disposizione su menzionata, appare generico. Trattasi questa, infatti, di una valutazione effettuabile soltanto ex post e non suscettibile di essere adeguatamente sindacata. Sullo sfondo resta la questione dell'assenza di un elenco tassativo di misure classificabili come “non convenzionali”, cui consegue, al presente, il riconoscimento di un ampio potere discrezionale ascritto in capo all'Autorità di vigilanza.

²⁹ Cfr., *contra*, TRIULZI, *La Banca Centrale Europea motore dell'unificazione politica*, in *Federalismi.it*, 11 febbraio 2015, p. 4, il quale afferma che la BCE ha deciso di svolgere il ruolo di prestatore di ultima istanza; BENIGNO, *Poteri straordinari della banca centrale in un sistema di moneta fiduciaria*, in AA.VV., *La gestione della crisi. Il mercato, le imprese, la società*, Padova, 2013, p. 102.

³⁰ Cfr. PISANESCHI, *Legittimo secondo la Corte di Giustizia il piano di allentamento monetario (OMT) della BCE. Una decisione importante anche in relazione alla crisi greca*, cit., p. 11 ss.

Di contro, gli eventi stanno dimostrando che la Banca Centrale Europea è già pronta a svolgere il ruolo di banca centrale di uno Stato federale, laddove i paesi, invece, sono restii a cedere sovranità.

A ben considerare, infatti, la BCE appare l'unica Autorità in grado di resistere alle forze centriste tedesche, evocando, in ogni sede, la propria autonomia; in tal senso, la sentenza della Corte rappresenta un grave colpo per la Germania, sebbene, come si è detto, la Consulta si sia riservata di esprimere la propria opinione sulla vicenda in base alla legge interna. Tuttavia, nel frattempo, in virtù della pronuncia in discorso, le istituzioni tedesche dovranno rassegnarsi a ritenere che la Banca Centrale Europea abbia operato in conformità alle disposizioni del Trattato.

E' pur vero che, come è stato autorevolmente sostenuto, le misure intraprese dalla BCE “nel mitigare alcuni effetti negativi dei mali che al presente affliggono l'Europa, non sembrano, tuttavia, costituire la cura per un'effettiva guarigione”³¹; nondimeno, esse contribuiscono a svolgere un ruolo importante nel percorso verso la realizzazione di un'identità europea. Più in generale, l'eccezionale capacità di guida e la naturale inclinazione a sostenere l'UEM ad ogni costo, dimostrata dall'Autorità di vigilanza e dal suo Presidente, rappresentano fattore determinante nel favorire detto processo³².

In siffatto ordine logico, appare importante il nuovo approccio relazionale instaurato tra la Corte di Giustizia e la Consulta tedesca; infatti, nonostante le criticità evidenziate, è opportuno sottolineare che il rinvio pregiudiziale in parola inaugura un fondamentale percorso dialogico tra le Autorità in discorso e, al

³¹ Cfr. CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione europea tra rischi ed opportunità*, cit., p. 108.

³² Famose sono state le affermazioni di Draghi quando intervenne alla Global Investment Conference a Londra alla vigilia della cerimonia di apertura delle Olimpiadi nel luglio 2012: “ho un messaggio chiaro da darvi: nell'ambito del nostro mandato la Bce è pronta a fare tutto il necessario a preservare l'euro. E credetemi: sarà abbastanza”.

contempo, favorisce un comportamento imitativo da parte delle altre Consulte nazionali³³.

Diego Rossano

*Ricercatore di Diritto dell'Economia
nell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"*

³³ Cfr., *contra*, su tale aspetto, MURSWIEK, *ECB, ECJ, Democracy, and the Federal Constitutional Court: Notes on the Federal Constitutional Court's Referral Order from 14 January 2014*, in *German Law Journal*, 2, 2014, p. 165.

GLI STRUMENTI DI INTERVENTO DELLA BCE

E LE PROSPETTIVE DELL'UNIONE EUROPEA*.

(The ECB's non-standard measures and the perspectives of the European Union)

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. La fattispecie. – 3. Le funzioni di politica economica e monetaria nell'UE. – 4. Alcune riflessioni sugli effetti giuridici ed economici di tale forma operativa.

1. Con la pronuncia in esame, la Corte di giustizia europea affronta la delicata questione relativa alle operazioni di politica monetaria che negli ultimi anni hanno contraddistinto l'intervento della BCE nel sistema finanziario europeo. Ci si riferisce, nello specifico, alle particolari misure che quest'ultima ha adottato nel contesto della recente crisi al fine di «contrastare la minaccia di un repentino calo di fiducia nei confronti degli intermediari...di una incertezza dilagante circa la solidità dell'intero ordinamento bancario...nonché di un improvviso rischio di illiquidità sui mercati»¹.

Più in particolare, la sentenza si riferisce al programma *Outright Monetary Transactions* (OMT), istituito dalla Banca centrale nel settembre 2012, la cui funzione è stata solo annunciata da quest'ultima, ma mai concretamente sperimentata. Trattasi di un pacchetto operativo che - congiuntamente al *Securities Market Programme*, alle *Longer-Term Refinancing Operations* (LTRO) e al *Quantitative Easing*²- si pone l'obiettivo di riequilibrare l'andamento dei mercati fi-

* Contributo approvato dai revisori.

¹ Cfr. CAPRIGLIONE - TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Torino, 2014, p. 35.

² Tralasciando in questa sede di soffermarci sul tema del ruolo della BCE e della sua progressiva evoluzione verso una compiuta funzione di *central banking*, si rileva che le operazioni non convenzionali dalla medesima poste in essere negli ultimi anni hanno consentito all'intera eurozona di limitare gli attacchi speculativi sul mercato e, più in generale, di ristabilire la fiducia tra gli investitori. Nello specifico, l'avvio del *Securities Market Programme* nel 2010 ha consentito alla BCE di far fronte – mediante l'acquisto di titoli per un ammontare di oltre 200 milioni di euro

nanziari e, indirettamente, di produrre benefici effetti economici nell'intera Eurozona³. Ciò in quanto l'ordinario schema operativo utilizzato dalla banca centrale - trasmettendo effetti positivi dalla moneta, ai mercati finanziari e, da ultimo, al sistema economico - si è rivelato non sufficiente (all'assolvimento di tali finalità) nella recente crisi dei debiti sovrani di taluni dei paesi UE⁴.

Sotto il profilo tecnico, il programma OMT si fonda sulla possibilità per la BCE di acquistare sul mercato secondario titoli del debito (ricompresi nel segmento più breve della curva dei rendimenti, con scadenze fino a tre anni⁵) di molteplici Stati membri, i quali accettano le condizioni imposte dall'adesione ad un programma di aggiustamento macroeconomico ovvero ad un piano di riequi-

come collaterale nelle sue operazioni di rifinanziamento – al repentino aumento degli *spread* sul mercato tra i titoli di Stato di diversi Paesi (tra cui l'Italia). In tal modo, si sono realizzate «forme di *temporanea* stabilizzazione dei mercati ... evitando che si determinino fughe in avanti della speculazione a danno di un determinato paese»; cfr. CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione europea tra rischi ed opportunità*, Torino, 2012, p. 98. Inoltre, la successiva sperimentazione delle *Long-Term Refinancing Operations* ha garantito un ulteriore sostegno agli intermediari bancari europei che versavano in una situazione di significativa criticità. Questi ultimi, infatti, hanno potuto finanziarsi ad un tasso agevolato e ad una scadenza prolungata nel tempo. Trattasi, dunque, di una particolare forma di «operazioni di mercato aperto» finalizzate a ridurre il rischio di *credit crunch* sui mercati creditizi; per approfondimenti, cfr. BCE, *Impatto e graduale rientro delle misure non convenzionali della BCE*, in *Bollettino mensile luglio 2011*, p. 57 ss.

Da segnalare, infine, la recente introduzione del cd. *quantitative easing* che, a partire da marzo 2015, ha l'obiettivo di sostenere le economie reali mediante una ingente iniezione di moneta nei mercati. Pertanto, la BCE provvede periodicamente ad acquistare titoli di Stato ed altre obbligazioni, donde la creazione di effetti positivi sull'inflazione, sul rendimento dei titoli del debito pubblico e sulle politiche di esportazione vigente nel contesto regionale europeo; al riguardo, cfr. COVA – FERRERO, *Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema*, in *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, n. 270, aprile 2015.

³ Cfr. CASIRAGHI – GAIOTTI – RODANO – SPECCHI, *The impact of unconventional monetary policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis*, in *Questioni di economia e finanza*, 2013, n. 203.

⁴ Cfr. BENIGNO, *Poteri straordinari della banca centrale in un sistema di moneta fiduciaria*, in AA.VV., *La gestione della crisi. Il mercato, le imprese, la società*, Padova, 2013, p. 94 ss.

⁵ Cfr. BCE, *Technical features of Outright Monetary Transactions*, reperibile su www.ecb.europa.eu, ove si sottolinea che «transactions will be focused on the shorter part of the yield curve, and in particular on sovereign bonds with a maturity of between one and three years. No ex ante quantitative limits are set on the size of Outright Monetary Transactions».

librio precauzionale⁶. L'attivazione delle OMT presupporrebbe, pertanto, l'assunzione di una duplice responsabilità da parte dei soggetti coinvolti: da un lato, la Banca centrale che –in un'ottica di intervento straordinario per la stabilità del quadro europeo – opera sui mercati sostenendo il corso dei debiti sovrani e, dall'altra, gli Stati destinatari di tale azione emergenziale, i quali si impegnano a rispettare gli stringenti parametri di recupero economico, patrimoniale e finanziario dettati dalle politiche interventistiche dell'*European Stability Mechanism*(ESM)⁷.

La Banca centrale europea ha inteso identificare, in tal modo, un meccanismo di salvaguardia per garantire la trasmissione e l'unicità della politica monetaria in tutti i paesi dell'UME⁸; al contempo, la configurazione di strumenti

⁶ Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Technical features of Outright Monetary Transactions*, 6 settembre 2012. In sintesi, il programma formulato dalla BCE si basa su taluni elementi cruciali: 1. l'obiettivo di salvaguardare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e l'integrità della moneta unica; 2. l'esistenza di *conditionality* in capo agli Stati che accettano di ricorrere al programma, vale a dire il rispetto di un piano di aggiustamento macroeconomico condiviso con l'ESM; 3. la decisione di dare avvio a tale programma spetta solo ed esclusivamente al *Governing Council* della BCE; 4. la Banca centrale non ha previsto limiti quantitativi all'acquisto dei titoli sul mercato; 5. le tipologie di titoli acquistabili sono limitate a quelle con scadenze temporali brevi, solitamente da uno a tre anni; 6. non è previsto un finanziamento diretto da parte della BCE nei confronti degli Stati membri, poiché l'acquisto dei titoli avviene solo ed esclusivamente sul mercato secondario; 7. nessun tipo di *seniority* è attribuita ai titoli acquistati dalla BCE; 8. in caso di effettiva operatività del programma, la Banca centrale provvede a sterilizzare la liquidità sul mercato.

Deve farsi presente che le maggiori criticità riscontrate in letteratura derivano dall'applicazione delle *conditionality* e del trattamento dei piani di *austerity* all'intero degli Stati membri che accettano di partecipare al programma OMT; cfr. BOONE - JOHNSON, *Introducing The Latin Euro*, in *The Baseline Scenario: What happened to the global economy and what we can do about it*, 13 settembre 2012, reperibile in www.baselinescenario.com.

⁷ Cfr., per approfondimenti con riguardo al Fondo salva Stati e al funzionamento dell'ESM, CAPRIGLIONE - TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, cit., p. 41 ss. Si precisa che tale meccanismo è parte integrante della politica di sostegno degli Stati membri in difficoltà adottata dai vertici europei a partire dal 2010. A titolo esemplificativo, si rileva che, nel quinquennio 2010-2014, il contributo dell'Italia al funzionamento dell'ESM è stato di 14,3 miliardi di euro; si veda, al riguardo, il *Comunicato stampa di finanza pubblica*, redatto dalla Banca d'Italia il 13 febbraio 2015 e consultabile online su www.bancaditalia.it.

⁸ Per approfondimenti circa la rilevanza del mercato dei titoli di Stato nell'ambito della salvaguardia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria si veda BCE, *Bollettino mensile*, settembre 2012, p. 1 ove si sottolinea che «le attese negative (derivanti dal mercato dei titoli

non convenzionali sottende l'inattesa esigenza in capo alla medesima di porre rimedio alle gravi distorsioni nei mercati finanziari che, come si è anticipato, a partire dal 2012 sono derivate dai molteplici timori di reversibilità del sistema della moneta unica. Tale schema d'intervento rappresenta, pertanto, il risultato di un'acquisita consapevolezza che gli squilibri patrimoniali e finanziari di taluni paesi hanno generato un aumento del cd. *tail risk* per l'intera eurozona⁹; donde la necessità di orientare l'azione verso più accentuate convergenze economiche e giuridiche in grado di accrescere le linee di sviluppo comuni e di rafforzare i capisaldi della costruzione UE.

Per tal via, il ruolo espletato dalla BCE si è rivelato di cruciale importanza: il solo annuncio di un eventuale, significativo intervento da parte di quest'ultima nella negoziazione dei titoli statali sul mercato secondario si è dimostrato, infatti, sufficiente a minimizzare la probabilità di eventi catastrofici, dando luogo ad un peculiare meccanismo di sostenibilità della situazione di taluni paesi (tra i quali rilevano, principalmente, quelli identificabili con l'acronimo PIGS) e, più in generale, di mantenimento della stabilità dei prezzi nell'intera area euro¹⁰.

2. Le caratteristiche tecnico-operative del programma OMT, nonché la straordinarietà dell'azione posta in essere dalla Banca centrale europea, hanno dato adito, in alcuni Stati membri, a non pochi dubbi circa la coerenza tra l'intervento testé delineato e l'intera costruzione disciplinare dell'Unione europea.

di Stato) si propagano alle condizioni finanziarie di banche e prenditori di fondi...(Inoltre) le operazioni di prestito garantito sul mercato interbancario sono solitamente condotte costituendo in garanzia titoli del debito sovrano e, di conseguenza, le tensioni sui relativi mercati riducono le garanzie disponibili delle banche e quindi l'accesso alla liquidità. Infine, una riduzione della valutazione del portafoglio dei titoli di Stato implica un deterioramento dei bilanci bancari».

⁹ Laddove per *tail risk* si intende «il rischio catastrofico legato alla mancanza di fiducia sull'area euro», cui potrebbero conseguire effettivi scenari di ritorno alle monete nazionali dei singoli Stati membri; cfr. MONACELLI, *Inizia l'era Omt*, 7 settembre 2012, su *lavoce.info*

¹⁰ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank since 2008*, giugno 2014, p. 8 ss.

Dalla sentenza in commento si evince che la partecipazione della Bundesbank al programma OMT è stata messa in discussione da una molteplicità di soggetti privati presso la Corte costituzionale tedesca, la quale ha sottoposto la questione in via pregiudiziale alla Corte di giustizia europea (ottemperando alla prescrizione, dettata dall'art. 267 TFUE, di ricorso al *preliminary ruling*); da segnalare, peraltro, che il Giudice tedesco, esprimendosi sulla questione, è pervenuta a conclusioni del tutto antitetiche a quelle avanzate dalla Corte europea.

Quest'ultima ha deliberato la compatibilità delle OMT con il diritto dell'Unione, atteso che la potenziale attivazione delle stesse non eccede le competenze in materia di politica monetaria attribuite alla BCE dal Trattato di Lisbona (artt. 127-133 TFUE), né viola il divieto in capo alla medesima di concedere finanziamenti monetari agli Stati membri (art. 123 TFUE).

Più in particolare, l'approvazione di tale programma da parte della Corte si fonda sulla rispondenza a legalità degli obiettivi dal medesimo perseguiti; ciò tenuto conto anche della tipicità dei mezzi utilizzati dalla BCE. In altri termini, l'acquisto di titoli del debito sovrano sul mercato secondario rappresenta, secondo la Corte europea, un valido strumento a disposizione della Banca centrale per garantire l'ordinato funzionamento della politica monetaria. Pertanto, tale intervento deve ritenersi in linea con le disposizioni dell'art. 127 del TFUE e, conseguentemente, va ricondotto alle funzioni del SEBC preordinate alla salvaguardia della stabilità dei prezzi, attraverso la trasmissione di *impulsi* nel mercato monetario finalizzati al coinvolgimento dei vari settori dell'economia.

E' evidente come nel delineato contesto la discrezionalità e l'autonomia dell'azione della Banca centrale europea svolgano un ruolo di cruciale importanza, in quanto la realizzazione del programma OMT risulta complementare alle politiche - fiscali, economiche, industriali - dei governi nazionali (coerentemente con quanto fissato dai piani di aggiustamento macroeconomico dei paesi che vi

aderiscono). L'identificazione di un raggio d'azione variabile da parte della BCE consente di contrastare l'instabilità all'interno dell'area euro e, più in generale, di attivare meccanismi di crescita sostenibile all'interno dei singoli Stati. Appare, pertanto, condivisibile la tesi della dottrina che sostiene l'*urgenza* dell'allargamento delle funzioni della BCE, fino a ricomprendere tra queste ultime anche l'espletamento del ruolo di "prestatore di ultima istanza" e, dunque, la realizzazione di interventi monetari volti a dare supporto ai soggetti (pubblici e privati) in situazione di evidente crisi finanziaria¹¹.

Sotto altro profilo, va fatto presente che secondo la Corte di giustizia il procedimento utilizzato dalla BCE non altera le condizioni di collocamento dei titoli di Stato sui mercati primari. Non a caso, il programma in esame interessa esclusivamente il mercato secondario, donde l'evidente compatibilità con il divieto di finanziamenti ai paesi sancito dall'art. 123 TFUE; in secondo luogo, il rispetto di tempistiche formalmente definite garantisce l'assenza di eventuali effetti distorsivi delle stesse sulle strategie finanziarie adottate dai paesi membri¹². Ed invero, l'identificazione di un lasso temporale minimo tra l'emissione di un titolo sul mercato primario e il suo riacquisto sul secondario (cui si aggiunge la mancanza di un annuncio formale ed anticipato al mercato in ordine a tale forma di intervento) contribuisce ad accrescere l'efficacia dell'azione della BCE.

Peraltro, la scadenza di breve periodo dei titoli interessati dal programma dovrebbe limitare il rischio di una protratta espansione del bilancio dell'Eurosistema (e la connessa esposizione della Banca centrale a perdite ingenti). Ciò, a ben considerare, costituisce un elemento cruciale per minimizzare le criticità derivanti da eventuali comportamenti di *moral hazard* da parte degli

¹¹ Cfr. CIOCCA, *La banca che manca. Le banche centrali, l'Europa, l'instabilità del capitalismo*, Roma, 2014.

¹² Laddove la Corte di giustizia europea specifica, peraltro, che tali caratteristiche del programma «consentono di escludere...un effetto equivalente a quello dell'acquisto diretto di titoli di Stato presso le autorità e gli organismi pubblici degli Stati membri».

Stati¹³. In altri termini, le caratteristiche intrinseche del programma dovrebbero consentire alla BCE di limitare qualsivoglia risvolto negativo (specie sul proprio bilancio) che potrebbe realizzarsi in presenza di strategie di finanza pubblica non in linea con le *conditionality* previste a livello dei singoli paesi in caso di avvio delle OMT.

Va segnalato, tuttavia, che - sebbene le motivazioni avanzate dalla Corte europea siano del tutto condivisibili da un punto di vista teorico - il programma in esame non ha ancora avuto un riscontro pratico; permangono, pertanto, giustificate perplessità circa la sua effettiva implementazione, con specifico riguardo alle politiche applicabili negli Stati destinatari dell'intervento e all'andamento dei mercati finanziari durante lo svolgimento delle operazioni in parola.

3. Sulla base di quanto fin qui esaminato, può dirsi che le criticità in argomento prospettate dalla Germania alla Corte di giustizia europea non limitano la loro valenza all'analisi delle operazioni poste in essere dalla BCE, ma si estendono fino a ricomprendere anche altre problematiche economiche, giuridiche e politiche dell'Unione. Infatti, esse si riflettono sulla nota questione delle limitazioni recate alla sovranità dei singoli Stati membri dalla loro partecipazione all'ordinamento europeo.

Come si è già segnalato, l'annuncio del programma OMT è stato sottoposto al vaglio della Corte Costituzionale tedesca dietro ricorso di taluni soggetti privati che hanno contestato la legalità della partecipazione della Germania a tale operazione. Sul punto appare significativa la pronuncia (febbraio 2014) dei giudici di tale Stato membro nella quale si attesta - con motivazione nettamente

¹³ Ed invero, dalla sentenza in commento si evince che il SEBC ha il diritto di «adattare il proprio programma in funzione del contegno degli Stati membri interessati, in particolare al fine di limitare o di sospendere gli acquisti di titoli qualora uno Stato membro modifichi il proprio comportamento di emissione emettendo più titoli a breve scadenza per finanziare il proprio bilancio mediante strumenti di debito suscettibili di beneficiare dell'intervento del SEBC»

discordante rispetto a quella avanzata dalla Corte europea nella sentenza in commento - l'incompatibilità di tale programma con il principio di democrazia sancito nella *Grundgesetz* e, più in generale, con il principio costituzionale concernente il criterio identitario tedesco¹⁴.

La pronuncia si è basata, in primo luogo, sulla considerazione che l'indeterminatezza dell'ammontare dei titoli di Stato di cui all'intervento della BCE potrebbe dar luogo all'emersione di costi rilevanti (ed incalcolabili) per i paesi dell'Eurozona e, dunque, per i *taxpayer* di questi ultimi; ipotesi configurabile qualora la Banca centrale intendesse attivare ulteriori simili operazioni anche nel futuro, specie se non supportate da idonee valutazioni concernenti la gradazione dei *rating* e dei meccanismi di prelazione connessi ai titoli oggetto di acquisto¹⁵. Da qui la richiesta dei giudici della Corte di procedere ad una misurazione (*rectius*: quantificazione) degli effetti economici e fiscali (che le operazioni in parola sono in grado di produrre) e, dunque, della loro ricaduta sulle condizioni patrimoniali soggettive della popolazione tedesca; effetti la cui sostenibilità deve essere, pertanto, necessariamente sottoposta alla preventiva valutazione del *Bundestag*¹⁶.

Inoltre, in tale sede giudiziaria si è affermata la natura «ultra vires» del programma europeo rispetto alle competenze attribuite alla BCE e all'UE dai trattati

¹⁴ Sul punto, particolare interesse suscita la posizione di GIAVAZZI - PORTES - DI MAURO - WYPLOSZ, *The wisdom of Karlsruhe: The OMT Court case should be dismissed*, giugno 2013, reperibile su *voxeu.org*, ove si sottolinea che «the court would be wise to dismiss the case, if it does not want to risk becoming a threat to Eurozone stability and to taxpayers in Germany and beyond»

¹⁵ E' noto, infatti, che il programma OMT non prevede esclusione di titoli sulla base del *rating* ottenuto, né viene supportato dalla configurazione di eventuali diritti di prelazione nel rimborso (cd. *pari passu clause*).

¹⁶ Cfr. WOLFF, *The ECB's OMT Programme and German Constitutional Concerns*, in AA.VV., *The G-20 and Central Banks in the New World of Unconventional Monetary Policy*, Washington, agosto 2013.

europei¹⁷. Nello specifico, sono state sottolineate le criticità rivenienti dagli stretti (potenziali) legami tra siffatto intervento della Banca centrale europea e i corsi del mercato dei debiti sovrani; nonché dal nesso corrente tra i sistemi economico-finanziari dei paesi coinvolti e le regole che impongono l'adesione ad un "piano di aggiustamento" (necessario, come si è anticipato, alla concreta attivazione delle OMT). Da qui, la decisione della Corte di considerare tali operazioni non convenzionali, in quanto interventi in grado di interferire (in modalità arbitrarie) con gli orientamenti di politica economica assunti a livello nazionale; in altri termini, si verserebbe in presenza di un'operatività che fuoriesce dall'alveo della politica monetaria, rientrando nelle competenze esclusive degli Stati membri (ex art. 120 TFUE)¹⁸.

Infine, rileva la dichiarazione di illegalità del programma OMT formulata dalla Corte costituzionale con riguardo al sostanziale divieto di finanziamento agli Stati membri sancito dal nominato art. 123 TFUE. Infatti, secondo la tesi tedesca tale piano di intervento è contrario alla regolazione europea dal momento che l'acquisto di titoli del debito pubblico (sul mercato secondario) da parte della BCE potrebbe costituire un indiretto «aiuto finanziario» che quest'ultima concede agli Stati, a danno della correttezza e della stabilità dell'intero sistema economico europeo. Più in particolare, in presenza di situazioni di finanza pubblica non certamente rassicuranti l'intervento di detta Istituzione andrebbe ad

¹⁷ Tale orientamento si inserisce nel solco del cd. *Ultra-vires-Kontrolle*, vale a dire la procedura di controllo che la Corte costituzionale tedesca ha avviato con riguardo a molteplici atti UE giacchè ritenuti *ultra vires*. Tra questi vengono in rilievo la pronuncia *Maastricht Urteil* del 1993 e la *LissabonUrteil* del 2009.

¹⁸ Cfr. SIEKMANN – WIELAND, *The German Constitutional Court's decision on OMT: Have markets misunderstood?*, in *CEPR Policy Insight*, 2014, n. 74, p. 5, ove si sottolinea che «it is also "seems irrelevant" to the Court that the ECB only intends to assume a disruption to the monetary policy transmission mechanism if the interest rate charged from a Member State of the euro currency area were "irrational". To its vies it would be an almost "arbitrary interference with market activity" to single out individual causes as irrational. Thus, the distinction between "rational and irrational" ultimately appears to be "meaningless in this context"».

assumere il valore di un *commitment* (da parte della medesima) verso un ritorno in *bonis* dello Stato destinatario del programma OMT; ciò alimenterebbe negli investitori privati l'emersione di infondate aspettative di ripresa, nonché la configurazione in capo agli stessi di incentivi distorti all'acquisto dei titoli sul mercato primario.

E' evidente, pertanto, come la posizione espressa dalla Germania rifletta taluni aspetti problematici che da tempo si riscontrano con riguardo all'intera costruzione europea. A ben considerare, in essa viene messa in discussione non solo il riconoscimento della sovranità monetaria della BCE (e dei suoi eventuali effetti sulle economie dei diversi paesi), ma, più in generale, il riparto di «poteri» tra giudici nazionali e sovranazionali, con ovvie conseguenze in ordine all'applicabilità negli Stati membri del diritto europeo sancito dai trattati UE. Ciò consente di ipotizzare l'emersione delle peculiari antinomie che caratterizzano il processo di integrazione europea che certamente non facilitano la realizzazione delle strategie di ripresa economica pianificate dalla banca centrale; considerazione tanto più valida in quanto si è in presenza di un quadro politico, sociale ed istituzionale particolarmente complesso, nel quale taluni paesi dell'UE si trovano a «fronteggiare molteplici difficoltà, alcune delle quali dovute alla presenza di notevoli *divari* tra loro»¹⁹.

Sotto un profilo strettamente economico, è il caso di ricordare che la pronuncia (di natura essenzialmente "anti-europeistica") della Corte costituzionale tedesca non ha avuto incidenza alcuna sull'andamento dei mercati finanziari dell'Unione. Ed invero, nel lasso temporale successivo alla sua pubblicazione (avvenuta il 7 febbraio 2014) il corso delle negoziazioni sui titoli di Stato non ha subito alcuna forma di *shock*, né tantomeno è stata causa di accresciuti timori

¹⁹ Cfr. CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione europea tra rischi ed opportunità*, cit., p. 26.

ed incertezze in ordine agli attuali assetti della *governance* economica sovranazionale²⁰.

Pervenendo ad una conclusione sul punto, può dirsi che, nonostante le recenti tensioni dovute alle turbolenze sul debito sovrano e alla debole crescita economica di alcuni paesi UE, gli operatori del mercato dei capitali hanno dimostrato peculiare maturità, non recependo come segnale di aggravamento della crisi le indicazioni della Corte tedesca. Al contempo, queste ultime – pur rappresentando una minaccia alla costruzione europea, non inferiore a quella derivante da talune aree euroscettiche presenti in diversi Stati membri – sono state relegate in un ambito giuridico-formale che nella matura realtà degli Stati post-moderni sembra destinata ad influenzare in misura decrescente lo sviluppo dei mercati finanziari²¹; avvalorata tale ipotesi la constatazione che questi ultimi nutrono una concreta speranza di minimizzazione dei rischi sulla moneta unica e di ritorno alla stabilità sociale ed economica per l'intera UE²².

4. Dalle considerazioni che precedono risulta evidente che gli eventi di crisi economico-finanziaria degli ultimi anni hanno inciso profondamente sul processo di integrazione europea; essi, in particolare, hanno agito da catalizzatore nell'emersione di peculiari segni di fragilità degli appartenenti al settore, fragilità dovuta a carenze del quadro politico, giuridico ed istituzionale dell'UE.

Si comprende pertanto la ragione per la quale, in presenza di gravi patologie concernenti il debito sovrano, la BCE abbia svolto un ruolo di fundamenta-

²⁰Cfr. SIEKMANN – WIELAND, *op. cit.*, pp. 1 -2.

²¹ Cfr. da un lato l'articolo apparso nel maggio 2014 su *Altalex* dal titolo *Europee: dal voto niente scosse per l'euro*; dall'altro, BAGLIONI, *Prove di tempesta sui mercati: e l'Europa dov'è?*, in *lavoce.info*, ottobre 2014.

²² Cfr., al riguardo, BCE, *Bollettino economico*, n. 2, 2015, p. 14 ss., ove si evidenziano - al netto dei segnali di incertezza riveniente dall'attuale instabilità della Grecia – i segnali positivi rivenienti dai mercati finanziari.

le importanza al fine di riequilibrare l'andamento dei mercati finanziari e, al contempo, supportare la fiducia degli investitori. Pertanto, l'attività di detta Istituzione si è tradotta nel tempo nella realizzazione di manovre di politica monetaria, fondate sulla combinazione di procedure ordinarie di trasmissione con peculiari leve strategiche di natura sperimentale e "non convenzionale".

Tra gli interventi non convenzionali rientra a pieno titolo il programma OMT, il quale si estrinseca in una forma operativa collocabile ai margini dell'attività consentita alla Banca centrale in virtù del suo mandato istitutivo. Tuttavia, l'elevato livello di ingegnerizzazione finanziaria che ne deriva si è risolta nella possibilità per gli Organi europei di gestire (e, in alcuni casi, anche impedire) gli effetti degenerativi di un'agere talora non rispondente ai principi di trasparenza e di correttezza comportamentale.

Va, peraltro, fatto presente che i rischi di una prolungata stagnazione economica nell'area euro, cui si è aggiunta l'emergenza politica e finanziaria della realtà greca, hanno posto le basi per ulteriori e più ampi coinvolgimenti della BCE nel rinvenire rimedi per i paesi in difficoltà dell'Unione. Ci si riferisce, in particolare, da un lato ai meccanismi di *quantitative easing* che dallo scorso marzo supportano i mercati (monetari e reali) e, dall'altro, alle procedure di *Emergency liquidity assistance* (ELA) destinate a contenere gli squilibri della disastrosa situazione finanziaria ellenica²³.

Va da sé che il supporto dato dalla funzione monetaria così svolta alla stabilità dell'eurozona ha finito col riflettersi sulla realtà politico-istituzionale europea; donde il ruolo di supplenza esercitato dalla BCE a fronte delle gravi discrasie che tuttora connotano i meccanismi intergovernativi esistenti in ambito UE. In tal senso orientano i recenti accordi relativi ai piani di finanziamento concessi alla Grecia e, nello specifico, le decisioni dell'Istituzione in parola (*i.e.* la

²³ Cfr. MICOSSI, *The changing tasks of the ECB*, 17 luglio 2015, reperibile su www.voxeu.org.

concessione di ulteriori aiuti agli intermediari bancari di quel Paese), gli uni e le altre destinate a contenere i livelli di instabilità (*rectius*: incertezza) dell'intero assetto dell'eurozona²⁴.

Nel delineato contesto, non va trascurato che i mercati internazionali tendono ad attribuire significativo rilievo alle posizioni assunte dalla Banca centrale e, più in generale, ai segnali che la stessa periodicamente invia alle diverse compagnie di operatori coinvolti. Da qui lo specifico rilievo ascrivibile alle politiche di comunicazione esterna praticate dalla BCE al fine di alimentare positive aspettative degli intermediari nel superamento della crisi. Significativi, al riguardo, appaiono i comunicati pubblici periodicamente effettuati dal Presidente, volti a preannunciare la pianificazione di nuove misure interventistiche e gli effetti attesi (di natura vuoi espansiva, vuoi restrittiva) sulla crescita dell'UE, nonché sulla sostenibilità dell'eurozona.

Si comprende, quindi, l'effetto della comunicazione del programma OMT sui mercati, i quali hanno ravvisato nella possibile attivazione del medesimo il presupposto di una svolta operativa destinata a modificare le preesistenti condizioni di criticità di alcuni Paesi membri²⁵. E' appena il caso di ricordare che l'utilizzo delle parole "to do everything it takes ..." pronunciate dal Presidente Draghi in occasione della presentazione delle operazioni in parola - nel sostenere un impegno in difesa dell'integrità della moneta unica - ha determinato effetti positivi immediati sui mercati finanziari e, in particolare, sui movimenti speculativi (cui si ricollegano la problematica dello *spread*²⁶) connessi alla crisi

²⁴ Cfr. l'editoriale di MERLI, *Alla Bce la decisione chiave sulle banche*, apparso su *Il Sole 24 Ore*, del 6 luglio 2015, nel quale si evidenzia il ruolo monetario, finanziario e politico che la BCE svolge al fine di risolvere la questione greca e minimizzarne gli effetti sui mercati.

²⁵ Cfr. *Il testo integrale del discorso di Mario Draghi a Londra*, 27 luglio 2012, pubblicato su www.ilsole24ore.com.

²⁶ Cfr. CAPRIGLIONE, *Mercato regole democrazia*, Torino, 2013, p.115.

dei debiti sovrani²⁷.

Inoltre, la sottoposizione ad un piano di *conditionality* degli Stati intenzionati ad aderire alle OMT ha consentito alla BCE di trasmettere ai mercati internazionali un segnale rasserenante costituito dal fatto che tale intervento, avendo valenza generalizzata, avrebbe potuto essere applicato anche nei confronti dei paesi meno virtuosi (vale a dire caratterizzati da originarie situazioni di *mala gestio*). Da qui, l'inedita presenza, nella specie ravvisabile, di una sostanziale attività di *moral suasion*; ed invero, le indicazioni formulate da detta Istituzione appaiono in grado di governare, attraverso l'innovativa tecnica di un'«operatività preannunciata», la stabilità dei mercati, ancor più di quanto non sarebbe stato possibile fare affidandosi unicamente agli interventi di cui trattasi.

Angela Troisi

*Assegnista di Ricerca in Diritto Bancario
nell'Università Luiss G. Carli di Roma*

²⁷ Cfr. GIAVAZZI - PORTES - DI MAURO - WYPLOSZ, *op. cit.*, ove si sottolinea che «the OMT had immediate success in stopping the viscous circle of spiralling sovereign bond spreads and it has started to affect lending rates. It has done this without the ECB having to buy a single bond so far».