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 / 2017

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 Editoriale

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

L. Ammannati, S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, C. Brescia Morra, M. Brogi, 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, F. Di Porto, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, R. Lener, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, G. Martina, M. Maugeri, R. Miccù, F. Moliterni, G. Niccolini, A. Niutta, P. Passalacqua, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, V. Ricciuto, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, G. M. Uda, A. Urbani, P. Valensise, 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:

R. Bifulco, L. Di Brina, L. Di Donna, V. Ricciuto, C. Rossano,
I. Sabbatelli, F. Sartori, M. Sepe, D. Siclari, G. M. Uda

PARTE PRIMA

ARTICOLI

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato* (The new regulation of banks' crisis between complexities and market aims)…….102

MIRELLA PELLEGRINI – *Il ruolo della Consob nel nuovo sistema finanziario UE* (The role of Consob in the new EU financial system).....174

NICOLA LUPO, RENATO IBRIDO – *Le deroghe al divieto di indebitamento tra Fiscal Compact e articolo 81 della Costituzione* (Deviations to the Balanced Budget Rule between "Fiscal Compact" and Article 81 of Constitution).....206

MARCO BODELLINI – *The U.S. (un)regulation of hedge funds* (L'inadeguata regolazione degli hedge funds negli Stati Uniti).....251

VARIETÀ

RAIMONDO MOTRONI – *Brevi note in tema di «garanzie statali su passività di nuova emissione» nel DLl 237/2016* (Brief notes on the «State guarantee of newly issued liabilities» in DL 237/2016).....284

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

VALERIO LEMMA – *«Too big to escape»: un* significativo *chiarimento sull'ambito di applicazione del* Single Supervisory Mechanism («Too big to escape»*:* a clarification of significant relevance on the scope of the Single Supervisory Mechanism) nota a Tribunale dell'Unione Europea, sentenza del 16 maggio 2017 nella causa T-122/15.....45

PARTE PRIMA

ARTICOLI

LA NUOVA GESTIONE DELLE CRISI BANCARIE TRA COMPLESSITÀ NORMATIVA E LOGICHE DI MERCATO*

(*The new regulation of banks' crisis between complexities and market aims*)

ABSTRACT: *This paper analyzes the techinical tools of the banking resolution as regulated by the EU Directive n. 2014/59 (so-called "BRRD"). In particular, this work moves from the exam of the banking law of 1936 and then of the Italian Banking Act of 1993 and underlines (looking at empirical data) that hystorically saving protection has been achieved through merger of banks in financial distress with other players, allowed by a widely diffused burden sharing mechanism.*

This analysis points out the prevention approach towards bankruptcy events pursued by the European regulator; this is a goal achieved through a public intervention focused on both the phase preceding the beginning of a potential turmoil (recovery plans and early intervention) and on the occurrance of intervention tools (sale of assets; establishment of a bad bank; bridge bank; bail-in).

Then this essay examines the main issues arising from such legal framework, pointing out the discretional powers granted to the competent authorities, the separation between supervision and resolution competence as well as the impact of the above mentioned provisions on the banking governance structure and on the ownership of the banks. Hence, a scenario characterized by lights and shadows where certain difficulties to adequate our national framework to a complex legal system meet certain complexities arisen in the initial applicative experiences of the new rules (the well-known rescue of the "four banks"), taking into account the circumstances which allow the State aids.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. La gestione delle crisi: dalle forme di controllo *repressivo* … - 3. (*Segue*): … alle innovazioni tecniche del 'Meccanismo unico di risoluzione'. - 4. I cardini della nuova

*Si pubblica con integrazioni e l'aggiunta di note il testo della relazione svolta nel Convegno "*La gestione delle crisi bancarie. Strumenti, processi, implicazioni nei rapporti con la clientela*", (Università di Sassari, 16-17 giugno 2017).

sistematica ordinatoria: finalità di *prevenzione* ... - 5. (*Segue*): … e *separazione* delle forme d' intervento. - 6. Dai provvedimenti di risanamento (cd. *early intervention*) ... - 7. (*Segue*): … alla risoluzione (e in particolare: alla problematica del *bail-in*). - 8. L'incidenza di tali misure sulla *governance* degli enti creditizi … - 9. (*Segue*): … e sugli assetti proprietari bancari … - 10. Criticità delle prime ipotesi applicative della nuova procedura ... - 11. (*Segue*): … peculiare inadeguatezza del 'sostegno finanziario pubblico straordinario' e problematica degli «aiuti di Stato». - 12. Conclusioni.

1. Negli ultimi anni il sistema bancario italiano ha dovuto affrontare un epocale cambiamento, connesso all'introduzione di nuove regole di *supervisione* ed a innovative forme di gestione delle 'crisi bancarie', entrambe sottese alla costruzione della Unione Bancaria Europea, cui gli organismi UE hanno dato vita - com'è noto - a fine giugno 2012 al fine di assicurare la stabilità finanziaria dell'Unione; ciò attraverso nuove riforme strutturali idonee a superare in modalità congrue ed in via definitiva i rischi rivenienti dalla crisi degli anni 2007 e seguenti.[1]

Dopo la rivisitazione, avvenuta a seguito dei lavori della Commissione presieduta da J. de Larosière, dell'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo, le funzioni delle autorità sono state inquadrate in un particolare *network*, denominato SEVIF, finalizzato a «preservare la stabilità finanziaria, creare fiducia nell'intero sistema finanziario e assicurare una sufficiente protezione dei consumatori di servizi finanziari» (art. 2, par. 1, del Regolamento n. 1093 del 2010).[2] Si è provveduto, quindi, a correlare il processo formativo delle regole (finalizzato ad una compiuta armonizzazione del sistema normativo applicabile all'interno dell'UE) ad un ambizioso progetto preordinato alla creazione di un contesto bancario unitario fondato su tre pilastri (vigilanza unica, meccanismo europeo per

[1]Si veda, in proposito, il discorso tenuto dal Presidente Barroso in data 29 giugno 2012 nel quale così si è espresso: «*I know that many people were sceptical about the prospects for this summit. And I hope that they were pleasantly surprised when they heard the news this morning... We have agreed a convincing vision for a strengthened economic and monetary union, and this is a point I would like to highlight particularly, following the report presented to the European Council on the genuine EMU*».

[2] In argomento, cfr. TROIANO, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in AA.VV., *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2016, p. 560.

la risoluzione delle crisi bancarie e sistema comune per la garanzia dei depositi),[3] l'ultimo dei quali risulta tuttora inattuato.[4]

L'affidamento alla BCE di compiti specifici di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, previsto dal *regolamento* n. 1024/ 2013/UE (cd. Regolamento SSM), ha disposto un riparto di funzioni tra le autorità nazionali di supervisione e la nominata istituzione finanziaria europea nello svolgimento delle procedure autorizzative e nel concreto esercizio delle funzioni di controllo (espletate seguendo la ripartizione tra le cd. *banche significative*[5] e quelle non qualificate in tal modo). Detta costruzione - volta, tra l'altro, a conciliare le forme d'intervento assegnate al MUV con la *regolazione* riconosciuta all'EBA (l'organismo cui, nel SEVIF, spetta uno specifico ruolo disciplinare sulle banche) - ha dato luogo a valutazioni discordi in ordine alle *complesse* modalità con cui i poteri della BCE si relazionano con quelli delle competenti autorità domestiche; e ciò non solo per l'avvertito senso di «limitazione di sovranità» (lamentato dai sostenitori di alcune tendenze euroscettiche), insito nell'attivazione dell'SSM, bensì anche per la non facile identificazione della *reale misura* del ridimensionamento recato alle amministrazioni nazionali.[6]

Come si è avuto modo di sottolineare in altra sede, la *ratio* delle modifiche

[3]Cfr. tra gli altri WYMEERSCH, *The European Banking Union. A first Analysis*, Universiteit Gent, *Financial Law Institute*, WP, 2012-07, ottobre 2012, p. 1; AA.VV., *Dal testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri* (Atti del convegno organizzato dalla Banca d'Italia, Roma, 16 settembre 2013), in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, n. 75; SARCINELLI, *L'unione bancaria europea e la stabilizzazione dell'Eurozona*, in *Moneta e credito*, 2013, p. 7 ss.; CAPRIGLIONE, *European Banking Union. A challenge for a more united Europe*, in *Law and economics yearly review*, 2013, I, p. 5 ss; AA.VV., *L'unione bancaria europea*, Pisa, 2016; IBRIDO, *L'unione bancaria europea. Profili costituzionali*, Roma, 2017, *passim*, ma in particolare p. 135 ss.

[4]Cfr. FABBRINI, *I tre pilastri per rifare l'Unione*, editoriale pubblicato su *Il Sole 24 Ore* del 7 maggio 2014; SORACE, I 'pilastri' dell'Unione bancaria, in AA.VV., *L'unione bancaria europea*, cit., p. 91 ss.

[5]Per tali intendendosi quelle con attivo superiore a 30 miliardi di euro, ad oggi meno di 150 e, tuttavia, in grado di controllare l'85 per cento degli *asset* bancari dell' Eurozona.

[6]Si tende, quindi, ad andare oltre l'armonizzazione del sistema normativo applicabile all'interno dell'Unione (al quale la BCE conforma la sua azione) che ha trovato compendio nella costruzione di un *Single Rulebook* per il settore bancario (che, come si è detto nel testo, fa capo agli interventi dell'EBA) e si sostanzia nell'emanazione di *standard* tecnici (*Regulatory Technical Standards*) e di implementazione (*Implementing Technical Standards*) vincolanti e di diretta applicazione negli Stati membri.

del sistema disciplinare europeo disposte con il MUV si individua nell'intento di voler superare il carattere di «regolazione d'emergenza», che ha contraddistinto la fase iniziale degli interventi normativi volti a contrastare la nominata crisi finanziaria.[7] Non sembra, tuttavia, che il complesso normativo di cui trattasi presenti carattere di definitività, attesi i dubbi interpretativi avanzati dalla dottrina con riguardo sia a quella che viene definita «una nuova integrazione per accentramento», sia all'intervenuto spostamento al di fuori dello Stato di buona parte dell'«attività di regolazione e vigilanza» (donde le residue funzioni *esecutive* riconosciute alle istituzioni nazionali).[8] Da qui le *incertezze* interpretative concernenti la regolazione adottata dai vertici UE, le quali sono accresciute dalle modalità con cui la BCE esercita i poteri ad essa riconosciuti dal MUV; e, a tal proposito, vengono in considerazione le verifiche da quest'ultima disposte nei confronti delle cd. *banche significative* – vale a dire gli *stress test* sui requisiti patrimoniali richiesti a tali enti creditizi e l'*AQR* concernente la valutazione della qualità dei loro attivi[9] –, accertamenti che appaiono decisamente più invasivi rispetto a quelli in passato attuate dalle autorità nazionali di settore.

Di più ampia portata è la complessità riguardante l'analisi e l'approccio metodologico che connota le forme tecniche della procedura di 'risoluzione delle crisi', il cui impianto sistemico è oggetto della presente indagine. L'identificazione delle cause di detta complessità richiede il riferimento ai profondi cambiamenti

[7]Cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Milano, 2016, p. 3.
[8]Si vedano per tutti TORCHIA, *La nuova governance economica dell'Unione europea e l'Unione bancaria*, in AA.VV., *L'unione bancaria europea*, cit., p. 53 ss. e rispettivamente PISANESCHI, *La regolazione bancaria multilivello e l'art. 47 della costituzione*, *ibidem*, p. 153 ss.
[9]Gli *stress test* della BCE sullo 'stato di salute' degli enti creditizi italiani hanno causato fin dalla loro prima applicazione in forte *shock* macroeconomico; cfr. LOCATELLI, *Messori: il sistema bancocentrico italiano è al tramonto, Fondazioni e banche popolari da riformare*, in *FIRSTonline* del 26 novembre 2013. Sono emersi, infatti, molteplici fattori – a base della ricapitalizzazione (degli appartenenti al settore) necessaria per superare la difficoltà di rinvenire investitori e predisporre le innovazioni recate dalla realizzazione della *Capital Markets Union*. – che, mostrando i ritardi del *sistema bancario domestico* rispetto a numerose realtà straniere, hanno evidenziato l'esigenza di procedere a significative modifiche disciplinari, tali da consentire un più ampio ricorso a forme di finanziamento diretto sui mercati; cfr. sul punto PANETTA, *Un sistema finanziario per la crescita*, intervento a '*The Adam Smith Society'* Milano, 27 gennaio 2014, il quale peraltro definiva tale rinnovamento «un obiettivo ambizioso, possibile su un orizzonte temporale esteso».

che, negli ultimi lustri, si sono registrati nella regolazione della materia; questi ultimi evidenziano, infatti, una logica disciplinare che - abbandonando pregresse finalità tuzioristiche volte a salvaguardare, senza limitazioni di sorta, le posizioni soggettive dei risparmiatori - incide in modalità innovative sulla realtà giuridico economica in osservazione. Consegue l'esigenza di verificare - unitamente alle implicazioni di carattere generale dei profili procedurali adottati (*i.e*. alla specificità delle misure introdotte), destinati a riflettersi sugli assetti proprietari e sul paradigma della *governance* bancaria - la conformità di tale *meccanismo* alle condizioni in cui attualmente versano gli appartenenti al settore del credito, provati da una crisi finanziaria i cui esiti ritardano tuttora un adeguato riavvio della crescita.

In altri termini, sembra legittimo chiedersi - anche alla luce delle manifeste criticità che hanno caratterizzato la fase di prima applicazione delle forme tecniche della 'risoluzione' - se, al presente, sussistano nel nostro Paese i presupposti che consentano un'*indolore* introduzione dell'SRM; vale a dire se è possibile guardare a tale 'meccanismo' nell'aspettativa di un'*effettiva* salvaguardia della continuità dell'ente bancario e, dunque, nell'intento di assicurare «l'erogazione dei crediti, dei mutui e, non da ultimo, la tutela dei posti di lavoro… (dei) …dipendenti», come di recente ha sottolineato il Tar del Lazio puntualizzando i contenuti del «programma di risoluzione».[10] Confermano la validità di tale interrogativo le valutazioni tecniche in argomento formulate dall'autorità di settore, la quale in un'*audizione parlamentare* ha ribadito la necessità di «tornare a riflettere sull'adeguatezza del nuovo quadro normativo sulla gestione delle crisi bancarie»;[11] ipotesi operativa che, a nostro avviso, è confortata dagli attuali limiti del 'sostegno finanziario pubblico straordinario' a fronte della *ferma* posizione assunta dalla

[10]Cfr. la sentenza 7 gennaio 2017 n. 166, pubblicata in *Riv. trim. dir. ec*., 2017, II, p. 1 ss., con nota di ROSSANO D., *Di tutta l'erba un fascio: il caso Carife e delle altre tre banche.*

[11]Cfr. VISCO, *Indagine conoscitiva sulle condizioni del sistema bancario e finanziario italiano e la tutela del risparmio, anche con riferimento alla vigilanza, la risoluzione delle crisi e la garanzia dei depositi europee*, Audizione tenuta presso la 6a Commissione permanente (Finanze e tesoro) del Senato della Repubblica, Roma, 19 aprile 2016, p. 17 delle bozze di stampa.

Commissione europea in tema di 'aiuti di Stato' alle banche in crisi.

2. La gestione delle crisi bancarie ha rappresentato, fin dalla prima regolazione organica della attività creditizia, un aspetto centrale della disciplina di settore in quanto è stato sempre obiettivo di primario rilievo del nostro legislatore la individuazione di forme di controllo idonee a ricondurre gli intermediari, che ne fossero colpiti, in un alveo di normalità. La cd. legge bancaria del 1936 dedica a tale obiettivo circa la metà delle disposizioni in essa contenute, adottando un modello procedimentale che - per quanto collegato all'evoluzione dei processi riguardanti la normativa speciale in esame e, dunque, sia stato in parte modificato dal Testo unico bancario (d. lgs. n. 385 del 1993) - ha conservato pressoché integri nel tempo i suoi elementi caratterizzanti fino al recepimento della direttiva UE n. 2014/59 (cd. BRRD) e del regolamento UE n. 806/2014 (cd. SRM).

La stretta correlazione dell'attività di gestione della crisi alla finalità di un sistema bancario stabile ed alla tutela della competitività, obiettivi il cui perseguimento è affidato all'organo di vigilanza, fa registrare a lungo *in subiecta materia* un regime disciplinare vincolistico; in linea con l'originaria costruzione ipotizzata dal legislatore - volta ad assegnare al vertice dell'ordinamento finanziario la «unicità del comando» sul settore[12] - la normativa si contraddistingue per la forte presenza di poteri autoritativi. Ed invero, per oltre mezzo secolo, la regolazione delle crisi è stata inquadrata nel contesto interventistico che connota la supervisione bancaria, nella quale è ricompresa l'intera gamma dei controlli di vigilanza, estesi da quelli concernenti l' autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria (cd. preventivi o all'entrata) alle verifiche (*i.e.* accertamenti informativi ed ispettivi) sulla regolarità dell'azione svolta dagli intermediari (cd. funzionali), alla adozione di misure desti-

[12]Al riguardo si fa presente che, nel riferimento ai lavori preparatori della legge bancaria degli anni trenta del novecento, la dottrina ha rappresentato la consapevolezza – ascrivibile agli autori di quest'ultima - della necessità di estendere il «comando unico che si andava ad istituire» a tutti i soggetti operanti nel settore finanziario; cfr. sul punto PORZIO, *La legge bancaria: un tentativo di intervento globale sul mercato del credito*, in *La legge bancaria. Note e documenti sulla sua «storia segreta»*, Bologna, 1981, *passim.*

nate, per l'appunto, a risolvere le situazioni di crisi (cd. repressivi).[13]

In particolare, per quanto concerne l'ultima delle menzionate tipologie di controlli, il ruolo dell'autorità tecnica - orientato alla prevenzione del rischio sistemico ed alla più generale finalità di preservare la fiducia dei risparmiatori nel mercato bancario[14] - si qualifica per l'ampia *discrezionalità* alla medesima demandata con riguardo non solo alla concreta individuazione dei presupposti delle procedure applicabili (*i.e*. amministrazione straordinaria ovvero liquidazione c.a.), bensì alla *guida* dell'intero *iter* procedurale che, fin dalla *proposta* (all'autorità politica) in ordine all' assunzione del relativo provvedimento, si svolge sotto un costante e pervasivo riscontro dell'organo di vigilanza.[15] Ne è conseguita un'interpretazione della disciplina speciale volta ad evitare ricadute negative sul sistema finanziario; obiettivo che è stato possibile realizzare ricorrendo ad una generalizzata applicazione dell'istituto della «cessione di attività e passività».

La posizione prioritaria assegnata dal complesso disciplinare del '36 alla P.A. emerge non solo dal «ruolo assolutamente dominante» a quest'ultima attribuito dalla regolazione, bensì anche dalla valutazione delle modalità di collegamento tra la normativa concernente la liquidazione c.a. e la legge fallimentare del 1942.[16] Ed invero*, in subiecta materia* l'art. 194 l. f. segna un peculiare raccordo tra le disposizioni (contenute nel titolo V) e quelle di altre discipline speciali; ciò disponendo l'abrogazione di alcune statuizioni (dei complessi normativi riguardanti tipologie

[13]La dottrina, fin dai primi studi in materia bancaria, si è preoccupata di evidenziare la distinzione tra le diverse categorie di interventi demandati alla potestà delle autorità di vertice dell'ordinamento finanziario, inquadrando gli stessi sulla base di un criterio che fa riferimento alla funzione cui assolvono; al riguardo, *ex multis*, si ricordano i lavori di VIGNOCCHI, *Il servizio del credito nell'ordinamento pubblicistico italiano*, Milano, 1968; VITALE, *Il modello organizzativo dell'ordinamento del credito*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1972, p. 1413 ss; RUTA, *Il sistema della legislazione bancaria*, Roma, 1975.
Più di recente, la ricostruzione storica di tale significativa fase del processo interpretativo della realtà normativa bancaria si rinviene in CAPRIGLIONE, *Evoluzione della disciplina di settore*, in AA.V.V, *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2015, Cap. II, sez. I.
[14]Cfr. per tutti BOCCUZZI, *La crisi dell'impresa bancaria*, Milano, 1998, p.116 ss.
[15]Cfr. FORTUNATO, *Commento* sub *art. 67 l.b*., in AA.VV., *Codice commentato della banca*, Milano, 1990, tomo I, p. 800; BOCCUZZI, *La gestione delle crisi bancarie tra discrezionalità e mercato*, in AA.VV., *Scritti in onore di Pietro De Vecchis*, Roma, 1999, I, p. 78; COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007, p. 773.
[16]Cfr. per tutti FORTUNATO, *Commento sub art. 67 l.b*., cit., p. 794 ss.

particolari d' imprese) ritenute «incompatibili» rispetto a talune inderogabili prescrizioni ivi puntualmente individuate; impianto sistemico che, per quanto possa ritersi di semplice lettura, nel passato ha dato luogo a numerose difficoltà interpretative evidenziate dalla dottrina.[17]

In particolare, la ricerca è stata orientata alla valutazione del rapporto d' integrazione tra le procedure in parola, cui appare riconducibile l'applicazione dell' «accertamento giudiziario dello stato d'insolvenza» alla liquidazione c.a. delle banche. A ben considerare, tuttavia, non sembra configurabile, nella fattispecie, una mera «alternatività» tra dette procedure;[18] ciò ove si abbia riguardo al prevalente inquadramento amministrativo degli interventi sulle patologie creditizie,[19] cui si ricollega una maggiore rilevanza delle finalità di prevenzione rispetto a quelle garantistico giurisdizionali, tipicamente proprie del fallimento. Se ne deduce che il legislatore, fin dalle origini della normativa speciale, in relazione alla particolare funzione degli appartenenti al settore del credito, ha sottratto la gestione delle crisi (in cui questi ultimi possono incorrere) ai rigori dell'istituto fallimentare, avendo di mira un orizzonte teleologico diverso dalla funzione satisfattiva del fallimento [20] ed ancor più ai gravami di natura afflittiva ad esso riconosciuti in tempi lontani[21].

L'analisi empirica dei dati fattuali, riscontrabili in un arco temporale di oltre mezzo secolo,[22] dimostra che, nella gran parte dei casi di commissariamento di

[17]Cfr. BONSIGNORI, *Della liquidazione coatta amministrativa*, in *Novissimo digesto it*., IX, Torino, 1963, *passim*.
[18]Fa riferimento ad un principio di *alternatività* della liquidazione delle banche rispetto al fallimento FORTUNATO, op. ult cit., p. 796.
[19]Cfr., tra gli altri,. NIGRO A., *Crisi e risanamento delle imprese: il modello dell'amministrazione straordinaria delle banche*, Milano, 1985; FERRO LUZZI, *Commento* sub *art. 57 l.b.*, in AA.VV., *Codice commentato della banca*, cit., tomo I, p. 668 ss.
[20]Cfr. per tutti BONSIGNORI, *Il fallimento*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. dell'econ.*, diretto da Galgano, IX, Milano, 1986, p. 117 ss.
[21]Cfr. SANTARELLI, *Mercanti e società tra mercanti*, Torino, 1998, p. 65 e ss, ove si precisa che sin dal medioevo il fallimento rappresentava un evento «contrassegnato da un indelebile carattere di antigiuridicità» in quanto «l'insolvenza di un mercante contravveniva … alle regole somme dell'etica professionale», con la conseguenza che il «fallimento.. fin da principio fu visto più come un misfatto che come una sventura» (pp.67- 68).
[22]Al riguardo, si vedano i dati statistici riportati nelle *Relazioni* della Banca d'Italia, dai quali risulta chiaramente il numero assai ridotto di enti creditizi riportati *in bonis* a seguito dell'applicazione della procedura di amministrazione straordinaria, laddove a fronte di limitati casi di procedure concluse con la liquidazione c.a. appare decisamente rilevante il ricorso ad operazioni di

banche, le relative procedure si sono concluse con forme d'integrazione tra l'ente creditizio assoggettato ad «amministrazione straordinaria» ed altro appartenente al settore che - grazie ad un meccanismo di *socializzazione* delle perdite[23]- diveniva destinatario di *ristori* a fronte della disponibilità ad accollarsi i crediti deteriorati del soggetto in crisi.[24] Sicché, solo in limitate ipotesi si è addivenuti ad una soluzione della crisi attuata previa applicazione della liquidazione c.a. Significativo, al riguardo, è il tenore del noto d. m. 27 settembre 1974, cd. decreto Sindona, (in GU 2.10.1974, n. 256) che consentiva alla Banca d'Italia di concedere anticipazioni all'1% per una durata fino a 24 mesi «ad aziende di credito che, surrogatesi ai depositanti di altre aziende di credito in liquidazione coatta», si trovavano «a dover ammortizzare, perché tutto o in parte inesigibile, la conseguente perdita nella loro esposizione».[25]

E' evidente, peraltro, come detto schema interventistico rifletta un contesto sistemico nel quale non si registrano, per ragioni molteplici e variegate (che si ricollegano anche alla pressante presenza pubblica negli assetti proprietari del settore bancario ed industriale), dissesti bancari di significativa entità.[26] Esso, inoltre,

integrazione (con banche in situazione di stabile equilibrio economico) in grado di salvaguardare la conservazione dei livelli occupazionali e di non lasciar andare disperso l'avviamento della banca commissariata.

[23]Tale meccanismo è stato così definito in letteratura in quanto, sul piano delle concretezze, poneva a carico della collettività gli interventi finanziari preordinati al salvataggio delle banche in crisi; cfr. al riguardo CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim dir. e proc. civ.*, 2016, p. 537 ss.

[24]Tali ristori erano causa di frequenti ipotesi di *moral hazard* da parte di enti creditizi disposti alla assunzione di rischi eccessivi nella consapevolezza che, in caso di patologia aziendale, sarebbe stato comunque possibile far affidamento sui presidi (procedurali) che, per decenni, l'autorità di settore ha utilizzato in presenza di situazioni di crisi; cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema bancario*, Milano, 2016, p. 48.

[25]Per valutazioni critiche cfr. tra gli altri MINERVINI, *Il ristoro ex d.m. 27 settembre 1974 e il fondo interbancario di tutela dei depositi*, in *Giur. comm.*, 1990, I, p. 5 ss; ONADO, *Gli anni di piombo della finanza italiana. Ambrosoli, Baffi, Sarcinelli e la difesa della legalità*, 2009, p. 9, sul sito *http://www.portale.unibocconi.it.*; SABBATELLI, *Tutela del risparmio e garanzia dei depositi*, Padova, 2012, p. 49; CAPRIGLIONE - CERCONE, *Commento sub art. 96 tub*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2012, tomo II, p. 1209 ss; per un recente commento v. CAPOLINO, *Banking Recovery and Resolution: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità*, Università di Siena 2016, nota n. 10, visionabile su *www.regolazionedei mercati.it/ sites /default/files/Rapporto%20 Capolino%202.pdf.*

[26]Cfr. AA.VV., *Banche in crisi*, 1960-1985, a cura di Belli, Minervini, Patroni Griffi e Porzio, Bari, 1987, *passim.*

appare di certo coerente con la logica di un mercato fortemente controllato, ragion per cui la sua applicazione si è resa possibile grazie alla scarsa affermazione delle *forze* che in quest'ultimo operano; da qui la necessaria riferibilità ai meccanismi propri delle forme di vigilanza strutturale, che sono state in vigore sino all'emanazione del complesso disciplinare con cui, a seguito del processo di europeizzazione, si è provveduto ad innovare le finalità e le modalità esplicative della supervisione.

Ciò posto, va segnalato che agli inizi degli anni novanta del novecento l' emanazione del testo unico bancario - pur proponendo una regolazione orientata all' affermazione di un sistema prudenziale (nel quale la prevenzione dei rischi assurge a presupposto di stabilità) - non ha portato nell'immediato ad una sostanziale modifica delle indicate modalità di gestione delle crisi bancarie. Per converso, la previsione legislativa del carattere d'impresa dell'attività bancaria - unitamente al fatto che in un contesto concorrenziale la crisi del soggetto vigilato può identificare anche un' ipotesi fisiologica - interagisce sul ruolo dell'autorità *in subiecta materia*;[27] l'azione di quest'ultima deve essere ora protesa a prevenire il rischio sistemico, assicurando la 'sana e prudente gestione' degli appartenenti al settore, nonché volta a preservare la fiducia dei risparmiatori nell'ordinamento finanziario.

Ne consegue che il procedimento di gestione della crisi, disciplinato dal testo unico bancario, vede (almeno sino agli inizi di questo millennio) l'intervento pubblico orientato a realizzare una soluzione tempestiva ed efficace di quest'ultima e non anche a conseguire, come nel passato, obiettivi *diversi* dal risanamento aziendale (identificati essenzialmente nella realizzazione dei cd. piani di razionalizzazione sistemica). Più in generale, può dirsi che la funzione guida svolta dell'autorità - chiamata a sovraintendere ad ogni fase della procedura - esprime appieno la posizione apicale alla medesima riconosciuta nella mutata

[27]Cfr. DI BRINA, *La crisi della banca e degli intermediari finanziari*, in Aa.V.v, *Manuale di diritto bancario e finanziario*, cit., p. 455 ss; CLEMENTE, *Commento* sub *art. 53*, in Aa.Vv., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., tomo II, p. 630 ss.

realtà dell'ordinamento finanziario italiano.

Saranno la concreta applicazione del Trattato di Maastricht e gli eventi di crisi registrati a partire dagli anni 2007 e seguenti a rendere non più procrastinabile il cambiamento della regolazione concernente la materia in esame.[28]

L'assegnazione alla BCE della sovranità monetaria ed il riconoscimento alla stessa del ruolo di unico responsabile delle relative politiche, da un canto, e la mancata attribuzione della funzione di prestatrice di ultima istanza[29] (che avrebbe dovuto qualificare l'essenza di un effettivo *central banking*)[30], dall'altro, evidenziano l' impossibilità di porre in essere gli interventi a lungo praticati nel passato a favore di banche in stato d'insolvenza.[31] A ciò si aggiunga il superamento del noto principio *too big to fail,* legato al conseguimento della grande dimensione bancaria,[32] avuto riguardo agli eventi che hanno colpito la banca americana *Lehman Brothers*, la cui insolvenza si è risolta nell' estromissione della stessa dal mercato, senza che tale imprevedibile effetto fosse in alcun modo contrastato da interventi di salvataggio da parte delle autorità di vigilanza.[33]

Da ultimo, l'impatto della grave «crisi finanziaria» sopra richiamata sull' ap-

[28]Tra i numerosi scritti riguardanti la crisi si ricordano in campo economico: MASERA R., *La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del rapporto de Larosiere*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2009, I, p. 147 ss.; VISCO, *La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti*, lezione tenuta all'Università 'La Sapienza' di Roma, marzo 2009; COLOMBRINI- CALABRÒ, *Crisi finanziarie. Banche e Stati*, Milano, 2011, I p. 257 ss; KRUGMAN, *Fuori da questa crisi, adesso!*, Milano, 2012; tra gli studi giuridici si segnalano, *amplius*, CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2008). Il caso italiano*, Padova, 2009; MONTEDORO, Economia della crisi, trasformazioni dello Stato, governo dei giudici, 2009, I, p. 5 ss.; CARRIERO, *La crisi dei mercati finanziari: disorganici appunti di un giurista*, in *Dir. Banc.*, 2009.

[29]Cfr. CIOCCA, *La banca che ci manca*, Roma, 2014, *passim*.

[30]Tale funzione da tempi lontani è stato dalla dottrina ricollegato alle competenze proprie della BCE per tutti GOODHART, *The Central Bank and the Financial System*, Basingstoke, 1995, p. 325.

[31]Cfr. tra gli altri GIANNINI C., *«Enemy of None but a Common Friend of All»? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort-Function*, in *Temi di discussione* del Servizio Studi della Banca d'Italia, n. 341, Roma, 1998, ANTONUCCI, *Il credito di ultima istanza nell'età dell'euro*, Bari, 2009, *passim.*

[32]Principio da intendere non come mera impossibilità per le banche di dimensioni rilevanti di andare in dissesto, ma nel senso che la loro grandezza ne impedisce il *default* (considerati gli effetti destabilizzanti che tale evento potrebbe avere sul sistema finanziario.

[33]Cfr. MCDONALD-ROBINSON, *A Colossal Failure of Common Sense: The Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers*, Crown Business, New York - USA, 2010, *passim*.

parato disciplinare domestico (posto a presidio della stabilità degli intermediari ed a salvaguardia della loro solvibilità) assurge a fattore catalizzatore nel promuovere l' adozione, da parte degli Stati europei, di provvedimenti normativi con i quali si è tentato di rinvenire possibili rimedi per un ritorno alla normalità.[34] Detti eventi di crisi hanno dimostrato, infatti, la necessità per i paesi che ne sono stati colpiti di munirsi di opportuni schemi procedimentali preordinati alla gestione delle crisi bancarie. Sicché, anche in Italia - nonostante l'efficacia e la funzionalità delle procedure previste dal nostro sistema normativo, convalidate dal fatto che, in ambito europeo, esse sono in taluni casi assurte a «modello» di riferimento[35] - è avvertita l'esigenza di un rinnovamento del complesso dispositivo vigente, sì da colmare le carenze di una legislazione che ha comunque dimostrato di non essere in grado di reggere al duro 'banco di prova' cui di recente è stata sottoposta.[36]

3. Se negli ultimi decenni la globalizzazione costituisce il perno motore per un diffuso cambiamento della regolazione speciale tra i paesi dell'area occidentale, è soprattutto, a seguito della «crisi finanziaria», che in ambito UE tale esigenza, fortemente avvertita in alcuni Stati membri, si traduce in un costruttivo *input* avente ad oggetto la regolazione bancaria e finanziaria e, in particolare, la modifica della normativa in materia di gestione delle crisi. In tale contesto logico si collocano le iniziative intraprese da alcuni importati paesi europei, come l'Inghilterra e la Germania, i quali innovano le forme interventistiche sul menzionato settore, introducendo schemi procedimentali per la amministrazione straordinaria delle banche in situazioni patologiche; schemi ordinatori che, a livello di impianto, si ispirano a quello esistente nella legislazione italiana, dal quale hanno ripreso alcuni spunti disciplinari di significativo rilievo.

Più in particolare, va precisato che il Regno Unito, nel febbraio 2011, ha adottato (con apposito provvedimento, n. 245 del *Financial Services and Markets*,

[34]Si veda, per quanto riguarda l'Italia, la l. n. 190 del 2008, poi integrata dalla l. n. 2 del 2009.
[35]Cfr. CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 70 tub*, in AA. VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., tomo II, p. 863.
[36]Cfr. SUPINO, *Soggettività bancaria assetti patrimoniali regole prudenziali*, Milano, 2017, 6.

denominato «*The Investment Bank Special Administration Regulations 2011*») una procedura («*Special Administration Regime*») (SAR) applicabile «in addition to the insolvency procedures established under Parts 2 and 3 of the Act». Con tale intervento disciplinare si è inteso minimizzare l'impatto negativo sul funzionamento dei mercati finanziari di un possibile fallimento degli intermediari; sì da ovviare ai limiti della legislazione fallimentare (l'*Insolvency Act* del 1986), la quale – pur denotando una certa flessibilità – appariva poco idonea a perseguire l'obiettivo di un'efficace liquidazione di imprese d'investimento grandi e complesse.[37] La decisione di sottoporre una banca alla «*Bank Insolvency Procedure*» è presa dalle autorità di vigilanza, restando prerogativa esclusiva della Bank of England o della FSA (a seguito di approvazione della Bank of England) la «proposta» al tribunale di emanare il decreto di *Special Administration*.[38] Di fondo, emerge un orientamento normativo che – a somiglianza di quanto è dato riscontrare con riguardo alle «procedure amministrative» disciplinate negli artt. 70 e seguenti del testo unico bancario italiano – risulta preordinato al fine di assicurare la maggior tutela possibile ai depositanti delle banche che versano in situazione di crisi. In una logica analoga il 1° gennaio 2011 in Germania viene adottato il *Bank Restructuring Act* che prevede nuovi strumenti di risoluzione delle crisi, che si compendiano nell'assegnazione di più ampi poteri di intervento preventivo all' autorità di supervisione bancaria (*BaFin*). Vengono, quindi, introdotte nuove procedure per la ristrutturazione e la riorganizzazione delle imprese bancarie insolventi o prossime

[37]Norme specifiche regolano l' applicazione della SAR alle imprese d'investimento che operano non in forma di società di capitali. Per le banche (che, oltre a prestare servizi d'investimento, effettuano anche raccolta di depositi) si applicano sia la SAR che le altre procedure speciali previste dal *Banking Act* del 2009, ossia la «Bank Insolvency Procedure» e la «Bank Administration Procedure». Ciò, con riflessi negativi sulla chiarezza del quadro disciplinare (a causa dell'inevitabile sovrapposizione tra le nuove norme, la legge fallimentare e il *Banking Act*).

[38]E' attribuita alla sola FSA l'attività di accertamento in ordine alla sussistenza delle «condizioni» per l'adozione del provvedimento e la contestuale previsione di un obbligo di cooperazione con il «*Financial Services Compensation Scheme*» (FSCS), da parte dell'amministratore nominato nel decreto di *Special Administration*.

Si fa, inoltre, presente che la menzionata procedura n. 245 è stato di recente modificata ad opera del provvedimento n. 443 del 16 marzo 2017 denominato "*The Investment Bank (Amendment of Definition) and Special Administration (Amendment) Regulations*".

all'insolvenza; inoltre, si procede alla creazione di un «*Restructuring Fund*» da utilizzare nei casi in cui necessita fornire un adeguato supporto finanziario nelle operazioni straordinarie di cui trattasi.[39]

Sono, questi, i prodromi di una realtà normativa europea in trasformazione, i cui esiti di lì a poco saranno concretizzati nella costruzione dell'UBE, di cui in precedenza si è detto. Con riguardo alla gestione delle crisi bancarie, la *ratio* ispiratrice della nuova regolazione appare profondamente diversa da quella che a lungo ha contraddistinto il complesso disciplinare dei singoli Stati membri e, in particolare, quello del nostro Paese. Ciò è conseguenza di un'incondizionata riferibilità alla logica del mercato, cui si lega l'abbandono di pregresse forme interventistiche che - per quanto criticabili sotto il profilo del 'concorso sociale' nel ripianamento delle perdite dovute a forme di improvvida assunzione di rischi (*i.e* a fenomeni di *moral hazard*) - riflettevano, comunque, uno spirito solidaristico; criterio che, attraverso la partecipazione degli appartenenti al settore alle operazioni di integrazione, sviluppa la coesione e facilita l'affermazione di una dialettica che tende all'unità del sistema. Per converso, come si avrà modo di dimostrare nel corso della presente indagine, la nuova tecnica procedimentale - protesa all'osservanza di criteri volti ad assicurare un'oggettiva equiparazione tra tutti coloro che operano nel mercato in vista di un incremento delle effettive possibilità concorrenziali - si preoccupa essenzialmente di 'prevenire' la crisi degli enti creditizi.

Orientano in tal senso le chiare indicazioni contenute nel *considerando* n. 1 della direttiva di armonizzazione minima nota come BRRD (dir. n. 2014/59/UE), laddove identificandosi le finalità degli «strumenti adeguati a livello di Unione per gestire con efficacia gli enti creditizi e le imprese di investimento (enti) in crisi o in dissesto» si tiene a sottolineare che la loro funzione è «prevenire stati di insolvenza o, in caso di insolvenza, … ridurre al minimo le ripercussioni negative» di

[39]Cfr. per più ampi riferimenti BOCCUZZI, *Towords a new framwork for banking crisis management. International debate and the italian model*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia*, n. 71, Roma, 2012.

quest'ultima. Da qui il «radicale cambiamento di prospettiva», rispetto alla pregressa sistemazione disciplinare della materia, segnalato dalla dottrina che ravvisa, nella fattispecie, un'estensione «dell'azione pubblicistica alle fasi prodromiche del dissesto, ossia ai momenti che … precedono il precipitare delle condizioni della banca verso forme di anomalia ormai irreversibili».[40]

Detta finalità è ribadita in molteplici parti di tale direttiva dalle quali si evince che l'intento del regolatore europeo, nell'adottare le misure in esame, è stato quello di «prevenire con efficacia un danno sistemico più ampio» destinato a «minare la fiducia reciproca degli Stati membri e la credibilità del mercato interno» (*considerando* n. 3). E' evidente il nesso tra la menzionata prevenzione del «dissesto di un ente entro termini ragionevoli» (*considerando* n. 23) e lo scopo di agevolare «un'azione coordinata» a livello UE promuovendo «la cooperazione e prevenendo risposte nazionali frammentarie» (*considerando* n. 96). Da qui la specificazione, contenuta nel regolamento (UE) n. 806/2014, dell'ulteriore esigenza di demandare al Comitato di risoluzione (organo centrale della nuova procedura) il monitoraggio, «in cooperazione con la BCE o con la pertinente autorità nazionale competente», delle situazioni oggetto di possibili interventi; sì da valutare la congruità delle eventuali «misure d'intervento precoce adottate», cui è rimessa la possibilità di impedire, «in un lasso di tempo ragionevole, il dissesto» di un ente in crisi (*considerando* n. 53).

Sicché, il dato caratterizzante del nuovo sistema disciplinare è costituito dalla particolare funzione degli interventi previsti dalla normativa, destinati ad assolvere, di fronte all'insorgere di situazioni di crisi, un'azione volta a ridimensionarne la portata e, dunque, ad evitare che dalle stesse possa derivare squilibrio al regolare svolgimento dell'attività finanziaria. Ciò, ovviamente, con la conseguenza che il mancato impiego di danaro pubblico finalizzato alla tradizionale «protezione dello specifico interesse satisfattivo del ceto creditorio attraverso il

[40]Così SUPINO, *Soggettività bancaria assetti patrimoniali regole prudenziali*, cit., p. 91, ove si richiama il noto lavoro di HUERTAS-NIETO, *A game changer: The EU banking recovery and resolution directive*, visionabile su *voxeu.org*.

riparto concorsuale», in passato riconosciuta dalla dottrina alle procedure destinate a gestire le crisi bancarie,[41] impedisce di perseguire l'obiettivo di una *totalizzante* salvaguardia dei risparmiatori/depositanti, cui nel previgente contesto disciplinare italiano era stato ascritto rilievo prioritario.

Le considerazioni dianzi rappresentate trovano puntuale riscontro nella valutazione delle tecniche procedimentali che connotano il *Meccanismo unico di risoluzione* delle crisi. I rimedi alternativi a quelli in precedenza adottati in alcuni paesi della eurozona (tra cui l'Italia), si compendiano in una costruzione normativa nella quale viene ricondotto ad un unico *centro di comando* l'insieme delle misure necessarie per contrastare le patologie aziendali. L'attivazione di tali misure è rimessa ad un *Single Resolution Board* (SRB), che opera in stretto raccordo decisionale con la Commissione ed il Consiglio, al fine di garantire una maggiore stabilità finanziaria, in relazione anche alla disponibilità di risorse comuni per il finanziamento della *resolution.*[42] A fronte di tale autorità europea, nel quadro sistemico della BRRD è prevista la istituzione di organismi nazionali di risoluzione, il cui personale - ai sensi dell'art. 3, paragr. 3, della direttiva in parola BRRD, «per garantire indipendenza operativa e per evitare conflitti di interesse» tra le funzioni di vigilanza e quelle in questione - salvo casi eccezionali deve essere «strutturalmente separato da, e soggetto a, linee di *reporting* distinte rispetto al personale addetto alle funzioni» di supervisione.

Si è dato vita ad uno schema disciplinare articolato in molteplici disposizioni, tutte orientate in chiave di prevenzione: alcune danno contenuto ad un contesto prefasico, rappresentato dalla predisposizione di piani (di risanamento oltre che di risoluzione), altre individuano particolari *strumenti* interventistici volti ad evitare l' espulsione dal mercato degli enti in situazione di crisi. Questi ultimi consistono in quattro modalità procedimentali che trovano espressione nella possibilità di utilizzare, in via alternativa o in combinazione tra loro, la «vendita delle attività

[41]Cfr. DI BRINA, *La crisi della banca e degli intermediari finanziari*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, cit., p. 450.
[42]Tale Comitato è operativo nella eurozona e nei Paesi che decidano di aderirvi volontariamente in regime di *close cooperation.*

d'impresa» (*sale of business*), la «separazione delle attività» (tra una *good* e una *bad bank*), la costituzione di un «ente-ponte» (*bridge bank*) e l'applicazione del «*bail-in*».[43] Le prime tre misure, pur dando luogo ad un sostanziale smembramento dell'impresa bancaria, ne impediscono tuttavia l'estinzione, mentre la quarta opera la cancellazione delle perdite che ne hanno determinato la crisi, traslandone l'onere a carico, oltre che degli azionisti, di alcune categorie di creditori identificati dalla legge secondo criteri ai quali le autorità preposte alla procedura possono derogare sulla base di scelte che potremmo definire di natura *discrezionale*. A tal riguardo, viene in considerazione il disposto degli artt. 45 della direttiva n. 2014/59/UE e 12 del regol. n. 2014/806/UE, nei quali si disciplina la determinazione del cd. Mrel (*Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*). In base a tali statuizioni gli Stati membri «provvedono a che gli enti soddisfino in qualsiasi momento un requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili», fermo restando che «nell'elaborare i piani di risoluzione … le autorità nazionali…determinano il requisito minimo…di fondi propri e passività ammissibili che possono essere soggetti a svalutazione e conversione», requisito che le banche sono tenute a rispettare in ogni momento. Tale normativa europea, recepita nel nostro ordinamento dal d.lgs. n. 180 del 2015, impone agli enti creditizi di rispettare «su base individuale e consolidata, un requisito minimo di passività soggette al *bail-in*», specificando sùbito dopo che «la Banca d'Italia disciplina le caratteristiche delle passività computabili ... e le modalità secondo cui esse sono computate» (art. 50, comma 6°).[44]

Da qui la predisposizione di un quadro *comune* di efficace gestione delle

[43]Cfr. *Regolamento* n. 806/2014(UE), cit., *Considerando* n. 66 ed art. 15 e seguenti. In letteratura cfr. tra gli altri CAPRIGLIONE - TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi. La difficile conquista di una dimensione europea*, Torino, 2014, p. 98; LOIACONO et al., *L'Unione bancaria e il possibile impatto dei nuovi strumenti di risoluzione delle crisi: un'analisi empirica,* in *Federalismi.it*, 2015; ROSSANO D., *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, Milano, 2017, p. 88.

[44]Si è predisposto, quindi, un meccanismo idoneo, in caso di risoluzione, a circoscrivere l'applicazione del *bail-in* a crediti (ricompresi nella area dell'8% delle passività totali da esso coinvolte) le cui caratteristiche sono specificate dalla Banca d'Italia. Viene, quindi, lasciata aperta (a tale autorità) la possibilità di determinare *ex ante* una sorta di 'zona *bail-inizzabile'* dalla quale verosimilmente saranno lasciati fuori i depositi bancari.

crisi a livello europeo; in particolare, come si è sottolineato in precedenza, l'impianto ordinatorio posto a fondamento di tale 'Meccanismo unico' ripartisce i compiti relativi alla risoluzione tra la nominata autorità europea e quelle nazionali, sulla base del criterio già sperimentato nella realizzazione del MUV. Consegue l'attribuzione all' autorità recentemente istituita di una specifica competenza su gruppi *cross-border*, enti *significativi* e *non*, quando questi ultimi (ai sensi dell'art. 6, comma 5, lett. *b*, regolamento UE n. 1024/ 2013) siano sotto il controllo della BCE, laddove sugli altri intermediari restano ferme le prerogative spettanti alle autorità domestiche. La normativa dell'SRM (regol. 2014/806/UE) prevede l'intervento di un *Fondo di risoluzione unico* disciplinato negli artt. 67 e seguenti, ritenuto dal legislatore europeo «un elemento essenziale senza il quale l'SRM non potrebbe funzionare adeguatamente" (*considerando* n. 19 del citato regol. 806). Appare indubbio, tuttavia, che - come abbiamo sottolineato in altra sede[45] - la soglia di 55 miliardi di euro, obiettivo da conseguire nell'arco di otto anni (mediante il trasferimento di fondi dalle banche dei singoli Stati membri)[46], deve ritenersi inadeguata alla realizzazione di un meccanismo di *mutualizzazione* dei rischi.

Ciò posto, si delinea uno scenario composito nel quale si intrecciano valutazioni differenziate che fanno capo a centri decisionali diversi: dalla BCE (che interviene quale organo di supervisione ai sensi dell'art. 18, comma primo, regol. n. 806) al *Single Resolution Board* (cui è demandata la formulazione degli schemi di risoluzione), alla Commissione (garante della mancata alterazione di adeguate condizioni concorrenziali) ed al Consiglio (al quale è deputato il controllo sulla sussistenza dell'interesse pubblico all'avvio della procedura di risoluzione).[47]

[45]Cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema bancario*, cit., p. 149 ss.

[46]Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Finalising the Banking Union: European Parliament backs Commission's proposals (Single Resolution Mechanism, Bank Recovery and Resolution Directive, and Deposit Guarantee Schemes Directive)*, Statement/14/119, 15 aprile 2014, p. 3, ove si sottolinea che «the Single Resolution Fund will be constituted from contributions from all banks in the participating Member States. It will be administrated by the Board. The Fund has a target level of P 55 billion and can borrow from the markets if decided by the Board. It will reach the target level over 8 years».

[47]Cfr. CANEPA, *Dai salvataggi bancari ai crediti deteriorati: la complessa applicazione delle regole sugli aiuti di stato fra flessibilità e rigidità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, 3, p. 258 ss; ROSSANO D., *Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni*

Consegue la difficile conciliabilità tra le diverse posizioni che vengono a prefigurarsi nella definizione delle scelte operative, con «il rischio … che si finisca col prediligere l'assunzione di scelte concertate … a scapito di soluzioni più accurate ed efficienti sotto il profilo delle sinergie (con l'azione di vigilanza) potenzialmente intercettabili e sfruttabili»; rischio che, come è stato opportunamente evidenziato, appare ipotizzabile nella realtà giuridico economica italiana, la quale «mal si attaglia ad un sistema di sorveglianza caratterizzato da una netta separazione di ruoli» tra le autorità che fanno parte dell'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario, partecipando con compiti diversi al conseguimento di uno stabile equilibrio di quest' ultimo.[48]

Di certo, il regolatore ha avuto di mira il superamento dell'inadeguatezza dei sistemi normativi di alcuni Stati membri rispetto agli eventi patologici manifestatesi negli ultimi anni; diversità tra le forme dispositive praticate nell'Unione cui fa riferimento la BRRD laddove sottolinea le «notevoli differenze sostanziali e procedurali tra le normative, i regolamenti e le disposizioni amministrative che disciplinano l' insolvenza degli enti negli Stati membri» (*considerando* n. 4). Peraltro è indubbio che si è proceduto ad una *frammentazione* dei poteri pubblici, quale è dato riscontrare dalla evidente «moltiplicazione degli apparati e degli schemi di produzione delle regole» che contraddistingue il modello «di cogestione di funzioni di amministrazione attiva e di regolazione», come sopra delineato.[49]

4. Un'analitica valutazione della logica ordinatoria del nuovo complesso disciplinare consente di identificare come prioritaria finalità dello stesso la conservazione nel settore dell'ente bancario incorso in una situazione di crisi. La normativa in esame risulta chiaramente volta ad assicurare, nei limiti del possibile, la conti-

della concorrenza e (in)stabilità finanziaria, *ibidem*, 2016, p. 1 ss; GALEAZZO - DE CESARI, *La Commissione UE e le crisi degli enti creditizi e delle imprese di investimento*, in *Fall. Proc. Concor.*, 2016, p. 620 ss

[48]Cfr. SUPINO, *Soggettività bancaria assetti patrimoniali regole prudenziali*, cit., p. 99.

[49]Cfr. sul punto IBRIDO, *L'unione bancaria europea. profili costituzionali,* Torino, 2017, p. 2.

nuità operativa del soggetto bancario cui viene applicata la risoluzione, in vista della finalità di impedire effetti distorsivi della stabilità economico finanziaria del medesimo, cui va aggiunta ovviamente la salvaguardia dei depositi e delle attività dei clienti (art. 14 del regolam. n. 806 del 2014).

Ciò spiega la ragione per cui la dottrina ne ha raccordato l'essenza all'obiettivo di «rafforzare le forme di prevenzione delle crisi», donde la conclusione che le misure di cui trattasi hanno «un ruolo residuale nella tutela della stabilità del sistema»[50]. Sicché, coerente con detta costruzione logica è la tesi che ascrive alla *risoluzione* la finalità di ridefinire l'assetto patrimoniale delle banche in crisi attraverso l'assorbimento degli attivi deteriorati da parte del mercato; donde la significativa considerazione, formulata sul punto in autorevole sede tecnica, secondo cui la procedura per tal via introdotta - nel razionalizzare la gestione dei crediti delle entità in crisi - consente «di liberare, a costi contenuti, risorse da utilizzare per il finanziamento dell'economia»[51].

Si è, dunque, in presenza di un meccanismo che - nel dichiararsi orientato ad evitare gli «effetti negativi» delle crisi sulla «concorrenza» (*considerando* n. 61 della dir. n. 2014/59/UE) - ravvisa come ottimale percorso da seguire nel caso di enti creditizi che versino in situazioni di patologia aziendale (anche di rilevanti proporzioni) il recupero degli stessi; sì da impedire che in tali fattispecie possano prodursi squilibri sistemici. Tale opzione conferisce una peculiare valenza preventiva alle misure interventistiche di cui in precedenza si è detto; l'utilizzazione di uno schema procedimentale volto a circoscrivere all'interno dell'ente in dissesto il riparto delle perdite e dei costi a quest'ultimo connessi diventa, in tale contesto, fondamentale al fine di impedire che si determino forme di contagio (in grado di determinare un'espansione delle criticità a livello di sistema). E' evidente come il ricorso ad un meccanismo che esclude il *bail-out* - in

[50]Cfr. LEMMA, *La nuova procedura di risoluzione: indicazioni per un'insolvenza obbligatoria?*, in *Riv. trim. dir. ec*., 2016, II, p. 31; HADJIEMMANUIL, *Bank Resolution Financing in the Banking Union*, in *LSE Legal Studies Working Paper*, No. 6/2015, p. 25 ss.
[51]Cfr. VISCO, *Intervento*, in occasione del 20° Congresso degli Operatori Finanziari, organizzato da ASSIOM FOREX (Roma, 8 febbraio 2014)

linea con le indicazioni del *Financial Stability Board* (FSB) mirate ad assicurare una migliore gestione degli eventi di cui si discute[52] - sia finalizzato alla conservazione di coerenti forme concorrenziali, le quali vengono meno in presenza di condizioni che alterano l'osservanza dei principi di mercato; in altri termini, si è voluto trarre un giusto insegnamento dagli accadimenti che hanno accompagnato le turbolenze finanziarie degli ultimi anni caratterizzati, più di quanto non fosse dato riscontrare fino ad un recente passato, da una «privatizzazione dei profitti quando la banca è in vita» e da una «socializzazione delle perdite nei casi di insolvenza».[53]

Si comprende, quindi, la ragione per cui la logica della prevenzione interagisca sull'intero impianto della costruzione normativa di cui trattasi, nella quale si predispongono condizioni aziendali che dovrebbero consentire di contenere gli effetti della crisi entro limiti tollerabili da parte dell'ente che ne è colpito. Ed invero, i profili caratterizzanti la fase antecedente alla *resolution* e, successivamente, i diversi momenti di quest'ultima appaiono orientati al mantenimento della continuità dei servizi essenziali e della stabilità finanziaria complessiva del settore, escludendo che la protezione dei depositanti e degli investitori realizzata grazie al sostegno di fondi pubblici (*no bail-out clause*) possa, in qualche modo, determinare un'alterazione della parità concorrenziale. Da qui l'ampia serie di conseguenze di cui tiene conto il legislatore nel prescrivere le regole che danno contenuto alla disciplina in esame, le quali pongono, in via ordinaria, a carico dei soggetti cui è riconducibile la responsabilità del dissesto l'onere relativo alle perdite derivanti dagli eventi patologici.[54]

[52]Cfr. FSB, *Key attributes for effective resolution regime for financial institutions*, ottobre 2011 (poi aggiornato nel 2014), p. 4, visionabile su *www.fsb.org*.
[53]Cfr. BOCCUZZI, *L'Unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Roma, 2015, p. 72.
[54]In argomento cfr. tra gli altri SMITS, *Is my money safe at European banks? Reflections on the 'bail-in' provisions in recent EU legal texts*, in *Common Mark. L. Rev*., 2014, vol. 9 n. 2, p. 137 ss.; ALLEN et al., *Moral Hazard and Government Guarantees in the Banking Industry*, in *J. Fin. Interm.*, 2015, vol. 1 n. 1, p. 30 ss.; LUCCHINI et al., *State Aid and the Banking System in the Financial Crisis: From Bail-out to Bail-in*, in *J. Eur. Comp. Law Pract*., 2016, vol. 8 n. 2, p. 88 ss; TUTINO, *Fiducia nelle banche, bail-in, tutela del risparmio: un approccio sistemico di lungo periodo*, in *Bancaria*, 2016, 4-5, p. 191 ss; INZITARI, *BRRD, bail in, risoluzione della banca in*

Nel delineato contesto previsionale si inquadrano le statuizioni che impongono la predisposizione, da parte delle banche, di 'piani di risanamento' - dei quali si dirà in seguito - ove sussista una violazione attuale o prospettica dei requisiti prudenziali stabiliti dalla regolazione speciale. Tale pianificazione incide sull'assetto organizzativo delle istituzioni in esame, implementando la funzione di supervisione la quale, anche mediante interventi precoci sottoposti alla sua valutazione tecnica,[55] è messa in condizioni di richiedere l'adozione di misure e la predisposizione di presidi idonei ad interagire positivamente sulla stabilità dell'ente creditizio. Particolarmente significativa deve ritenersi la menzionata possibilità di consentire all'organo di vigilanza di «esigere ….(attraverso interventi precoci) …cambiamenti alla strategia di *business* dell' impresa bancaria..(e) .. destinarne i profitti al rafforzamento della base patrimoniale»;[56] possibilità che, ovviamente, incide vuoi sui progetti manageriali degli intermediari, vuoi sulla complessità delle attività svolte (consentendone la semplificazione) e, dunque, sulle interconnessioni dell'ente col sistema finanziario.

Più in generale, nella stessa linea di prevenzione si collocano alcune disposizioni della BRRD nelle quali si declinano «le condizioni di ammissibilità e le regole specifiche di funzionamento» dei finanziamenti infragruppo, posti in essere «con finalità di sostegno di liquidità a favore di componenti del gruppo con difficoltà ma solvibili».[57] Nello specifico, necessita far riferimento alla regolazione disposta negli artt. 19 - 26 della dir. n. 2014/59/UE per cui l'applicabilità di tale disciplina speciale è subordinata alla presenza di un accordo di gruppo stipulato prima dell'insorgere delle condizioni che legittimano l'attivazione del sostegno finanziario, nonché al concreto verificarsi di una di tali condizioni; conseguentemente, ai fini di un intervento di tal genere deve risultare la violazione dei requisiti prudenziali previsti

dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. 180/2015), in *Riv. dir. banc*., 2016, 26, visionabile su *dirittobancario.it;*.

[55]Cfr. TROIANO - SACCO GINEVRI, *The "preparation" function in the new banking legislative framework*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 15 giugno 2016, *passim*.

[56]Così SUPINO, *Soggettività bancaria assetti patrimoniali regole prudenziali*, cit., p. 95.

[57]Cfr. LAMANDINI, *Il gruppo bancario alla luce delle recenti riforme*, in *Banca e borsa*, 2016, I, p. 672 ss.

dalla normativa europea (e, in particolare, del reg. UE n. 575/2013 e la dir. n. 2013/36/UE, cd. 'CRD IV'). E' evidente che il legislatore ha inteso superare, per tal via, le limitazioni normative esistenti in materia al fine di «garantire la stabilità finanziaria del gruppo … nel suo complesso, senza mettere a repentaglio la liquidità o la solvibilità» dei singoli enti che forniscono il sostegno (*considerando* n. 38 della BRRD). In questo caso l'inserimento di congrue misure di prevenzione si è tradotto in un innovativo meccanismo convenzionale incentrato su una condivisione incrociata dell'impegno finanziario assunto dai partecipanti al gruppo. Riflette un'analoga funzione l'inedita formula solidaristica della *cross-guarantee*, recentemente introdotta dalla legge n. 49 del 2016 nella costruzione del 'gruppo bancario cooperativo' ivi disciplinato; formula che, nel supportare i soggetti appartenenti al gruppo, garantisce (in caso di difficoltà di alcuni di questi) condizioni di solvibilità e liquidità dell'intero aggregato.

A fronte delle previsioni che danno contenuto alle 'misure preparatorie e di intervento precoce' volte al potenziamento economico finanziario di soggetti bancari in difficoltà, l'obiettivo di un credibile quadro interventistico orientato alla prevenzione trova compendio nello stesso contesto disciplinare concernente la risoluzione. Vengono, quindi, in considerazione i soggetti che detengono quote partecipative nel capitale degli enti creditizi in crisi ovvero intrattengono rapporti con questi ultimi (e, dunque, azionisti e creditori), in quanto gli uni e gli altri sono ritenuti dal regolatore europeo in qualche modo responsabili della *mala gestio* sottesa al dissesto dell'intermediario. Significativa, al riguardo, è la determinazione di un limite alla portata dell'intervento di supporto che tali soggetti sono chiamati a sostenere, limite individuato nel principio del '*no creditor worse-off* ' in base al quale «nessun creditore sostiene perdite più ingenti di quelle che avrebbe sostenuto se l'ente … fosse stato liquidato con procedura ordinaria di insolvenza» (art. 34, paragrafo 1°, lett. *g*, dir. n. 2014/59/UE). E' evidente come tale prescrizione tenda a ridurre al minimo l'impatto del dissesto sul sistema finanziario, obiettivo assicurato anche dal fatto che gli azionisti sostengono le

perdite per primi, laddove i creditori, intervenendo successivamente, sono chiamati a rispondere entro ben definiti ambiti.

A ben riflettere, la normativa in esame sembra caratterizzarsi per una sorprendente fiducia del legislatore nella strumentazione prevista per realizzare le finalità di prevenzione testé indicate; tale fiducia induce il regolatore ad ipotizzare che, a fronte della complessa costruzione disciplinare così formulata, debba essere conseguenziale una rivisitazione delle modalità applicative delle tradizionali procedure utilizzate per il componimento delle crisi bancarie.

Da qui la configurabilità di un ridimensionamento della volontà legislativa di addivenire all'*estinzione* dell'ente che - vuoi per le gravi perdite patrimoniali subìte, vuoi per essere incorso in forme di palese violazione delle disposizioni che ne disciplinano l'*agere* (nel tentativo di uniformarlo a criteri di «sana e prudente gestione») - non è più meritevole di stare nel mercato, donde la necessità d'imporre al medesimo una *exit* in via autoritativa. In altri termini, il nuovo contesto ordinatorio agisce da catalizzatore nel determinare il convincimento che è possibile procedere ad un'inversione di tendenza, rispetto al passato, nella tecnica interventistica; ciò, spiega il tenore di alcune disposizioni della BRRD e, in particolare, il mutato rilievo ascrivibile alle due procedure cui, nella disciplina previgente, era assegnato un ruolo centrale nella gestione delle crisi bancarie.

Ci si riferisce, in primo luogo, alla 'amministrazione straordinaria' la quale - come si è in precedenza sottolineato - è stata a lungo in passato utilizzata in chiave propedeutica alla cessazione dell'ente creditizio in quanto tale (pur salvaguardandone la conservazione dei livelli occupazionali e dell'avviamento). Per vero, al presente, il commissariamento dismette la sua pregressa funzione, orientata sul piano delle concretezze, alla realizzazione dei processi d'integrazione tra banche in crisi ed altre istituzioni al riguardo disponibili. Esso è chiamato ora a favorire la realizzazione di 'misure preparatorie': in particolare, pur conservando un autonomo inquadramento giuridico nelle disposizioni degli artt. 70 e seguenti tub, viene inserito tra gli interventi di vigilanza riconducibili al ripristino della situazione

finanziaria dell'ente in crisi, per rimediare alle conseguenze del relativo deterioramento, donde la sua innovativa collocazione in una fase antecedente alla risoluzione. Sicché, può ipotizzarsene l'impiego nei casi in cui la competente autorità - dopo aver reputato il piano di risanamento presentato dall'organo amministrativo della banca *inidoneo* ai fini della proposizione di adeguati rimedi alle «carenze o ai potenziali impedimenti individuati nella prima valutazione» (art. 6, paragr. 6, dir. n. 2014/59/UE) - ritenga opportuno far ricorso a detto provvedimento per risanare l'ente in difficoltà, sì da evitare un ulteriore deterioramento della situazione aziendale.

Il complesso disciplinare della BRRD interagisce, sia pur in via indiretta, anche sull'applicazione della procedura di liquidazione c.a. degli enti creditizi. Ed invero, una compiuta realizzazione degli obiettivi di prevenzione, perseguiti dalla nuova regolazione europea, circoscrive in maniera significativa la identificazione dei presupposti che legittimano la possibilità di fare ad essa ricorso. Pertanto, può dirsi che detta procedura viene relegata in una '*no fly zone*', pur rinvenendosi nella relativa disciplina un nesso, a livello formale, tra la medesima e l'azione di risoluzione (art. 32, paragr. 5, dir. n. 2014/ 59/UE), alla quale - in base alla nuova normativa - potrà farsi ricorso «nell'interesse pubblico … e se la liquidazione dell'ente con procedura ordinaria di insolvenza non consent(e) di realizzare… nella stessa misura» gli obiettivi perseguiti (*i.e.* stabilità finanziaria, continuità nella prestazione di funzioni essenziali e tutela dei depositanti).[58]

Concludendo sul punto è evidente come la regolazione europea - nell'intento di spostare su un piano di 'neutralità tecnica' la gestione delle crisi bancarie - ha disegnato un meccanismo d'intervento che, se per un verso, sarà avvertito come particolarmente gravoso dagli operatori del mercato, per altro denota peculiari effetti sul rapporto socio-politico sotteso alla individuazione del governo delle *responsabilità* coinvolte in eventi patologici del genere qui

[58]Cfr. ROSSANO D., *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, cit., p. 82, il quale richiama sul punto il *considerando* n. 45 della BRRD secondo cui «in linea di principio, un ente in dissesto dovrebbe essere liquidato con procedura ordinaria di insolvenza».

esaminato. A conferma di tale assunto, nel primo caso, (fermo restando l'esigenza di contrastare il rischio di *moral hazard*) rileva la perdita della sostanziale protezione riveniente dal riferimento a possibili forme di sostegno finanziario pubblico (al presente ricondotte in un ambito di eccezionalità e, comunque, condizionate dalle regole concernenti la condivisione degli oneri),[59] nel secondo lo sganciamento della gestione delle crisi bancarie «dal circuito democratico-rappresentativo», donde la sostituzione al pregresso sistema di 'responsabilità politica' delle autorità (cui faceva capo l'adozione della procedura) ad un «assai più *soft* … (regime) … di *accountability*».[60]

5. Da quanto precede risulta che la menzionata finalità di porre rimedio alle situazioni di crisi mediante adozione di misure di prevenzione si articola in una duplice direzione, che fa capo ad autorità diverse: l'organo di supervisione e quello di nuova istituzione, competente nella specifica materia della risoluzione. Sicché, necessita aver riguardo all'attività interventistica di queste ultime *(i)* nell'analisi delle forme tecniche che si concretizzano nella definizione ed implementazione di piani di *risanamento* (da parte del *management* della banca) - ovvero nella rimozione (o sostituzione) di uno o più amministratori da parte delle autorità, se non addirittura nell' applicazione della *amministrazione straordinaria* (quando il deterioramento della situazione finanziaria renda insufficiente la predetta misura) - e *(ii)* nella predisposizione di piani di *risoluzione* (la cui stesura è rimessa all'autorità) nei casi in cui l'ente creditizio versi in condizioni di dissesto ovvero a rischio di dissesto (*failing or likely to fail*) e non sussistano misure alternative (*i.e*. intervento del settore privato o azione di vigilanza) per evitare in tempi ragionevoli tale evento.[61]

[59]Ci si riferisce all'applicazione del noto principio del *Burden Sharing*, cfr., tra gli altri, BASIS, *State Helps Those Who Help Themselves: State Aid and Burden-Sharing*, in *University of Cambridge Faculty of Law Research Papers*, 2016; CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, cit., p. 87 ss.

[60]Cfr. IBRIDO, *L'unione bancaria europea. profili costituzionali*, cit., p. 76.

[61]Quadro interventistico che nella fase di *early intervention* di cui si è detto,, può esplicarsi nella convocazione degli organi collegiali della banca, nell'assunzione di provvedimenti specifici (divieto di nuove operazioni, anche societarie, e di distribuzione utili o patrimonio, limiti alla parte variabile delle remunerazioni) prevista dagli artt. 53 *bis* t.u.b. e 7 tuf; cui si aggiungono la

L'intento normativo di offrire alle autorità suddette la possibilità di porre in essere un'efficace azione, volta ad impedire il contagio ed a «produrre un regime di risoluzione coerente» con la realtà soggettiva destinataria dei provvedimenti di cui trattasi (*considerando* n. 11 della BRRD) ha indotto il regolatore europeo a tener distinti i ruoli ascrivibili alle medesime allo scopo di «garantire indipendenza operativa e per evitare conflitti di interesse tra le funzioni di vigilanza …e.. (quelle) di risoluzione» (art. 3. paragr. 3 dir. 2014/59/UE).

Tale 'separatezza' è stato oggetto di attenta valutazione da parte della dottrina, la quale - nel riconoscere specifici profili di complementarietà ed interconnessione tra il sistema di vigilanza e quello di risoluzione - ha rappresentato giustificazioni variegate della formula organizzativa in parola. Al riguardo, si è ricondotta l'*indipendenza* dell'organo di risoluzione alla specificità della funzione svolta, nonché alla peculiare responsabilità «sul corretto assolvimento dei propri compiti», connotazione che postula un'autonomia decisionale, cui si è data attuazione nelle modalità qui in esame ritenute compatibili con la 'struttura reticolare' propria della nuova costruzione disciplinare.[62] Tale orientamento interpretativo della *ratio* a fondamento della distinzione dei ruoli tra le autorità di supervisione e quella di risoluzione - nel quale si pone l'accento sul raccordo interventistico posto dalla regolazione UE tra le funzioni riconducibili ai primi due pilastri dell'Unione Bancaria Europea - è sostanzialmente condivisa da altri autori, i quali ora richiamano «lo sfasamento temporale tra l' entrata in vigore del meccanismo unico di supervisione e quella del meccanismo unico di risoluzione»,[63] ora si soffermano sul «differente approccio…dei legislatori europei nella identificazione dei … criteri» di indipendenza operativa «idonei ad evitare la commistione tra la funzione di supervisione e quella di risoluzione».[64]

menzionata, possibile rimozione di uno o più esponenti aziendali (art. 53 *bis*, lett. *e*, t.u.b. e 56 *bis* t.u.f.) e la chiusura di succursali (art. 78 t.u.b. e 51 t.u.f.).

[62]Cfr. MACCHIA, *Il Single Resolution Board*, in AAV.V, *L'unione bancaria europea*, a cura di Chiti e Santoro, cit., p. 321 ss.

[63]Cfr. DEL GATTO, *Il Single resolution mechanism*, in AaV.v, *L'unione bancaria europea*, a cura di Chiti e Santoro, cit., p. 267 ss., in particolare p. 284.

[64]Cfr. ROSSANO D., *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, cit., p. 64.

A ben considerare, una compiuta valutazione delle modalità organizzatorie della complessiva struttura autoritativa (cui sono riconducibili gli interventi da praticare nella gestione delle crisi bancarie) non può prescindere dall'analisi del rapporto che intercorre tra le componenti della medesima; rapporto cui devono ritenersi correlate le capacità funzionali del nuovo organismo di risoluzione e, dunque, gli esiti dell' attività da quest'ultimo svolta. Tale approccio metodologico consente di identificare nel binomio «amministrazione/funzione» le ragioni sottese alle modalità del contesto sistemico nel quale ha trovato collocazione detto organismo. Da qui l'esigenza di esaminare i variegati profili della materia oggetto d'indagine, soffermando l' attenzione su talune implicazioni (*rectius*: condizionamenti) che possono vincolare l'*agere* della nuova istituzione, orientandone la funzione, nonché ostacolando l'effettiva separazione tra ruoli voluta dal regolatore *in subiecta materia.* E' questa, a nostro avviso, la via da percorrere per addivenire (mediante un corretto uso degli strumenti conoscitivi di cui è dato disporre) ad un giudizio fondato su una coerente ricostruzione del sistema di «principi-istituzioni-regole».

Orbene, per cogliere fino in fondo le linee evolutive della recente regolazione europea occorre tener presente che l'obiettivo avuto di mira dal legislatore, con tutta probabilità, è stato quello di evitare forme di inadeguata operatività dovuta alla *concentrazione* in capo alla stessa autorità della funzione di controllo e di risoluzione. In altri termini, la normativa UE ha valutato criticamente la prospettiva - peraltro ben nota nell'ordinamento del credito italiano - di un'autorità che, al contempo, svolga attività di vigilanza e assuma i provvedimenti previsti per la gestione delle crisi. Fa da sfondo, in tale contesto disciplinare, il riferimento ai possibili legami tra gli elementi di una stessa istituzione, all'interno della quale si individuano relazioni di vario genere, con riguardo non solo allo schema organizzativo dell'autorità unica, ma anche alla specifica configurazione delle componenti di quest'ultimo (*in primis* quella delle risorse umane).

Del resto, un analogo orientamento - per quanto concerne il nostro Paese - è stato espresso, in sede giurisdizionale, dalla Corte di Cassazione, la quale ha rite-

nuto ammissibile il «rinvio a provvedimenti amministrativi nella determinazione di elementi o presupposti della prestazione che siano espressione di discrezionalità tecnica» subordinandone la fattibilità alla presenza di «garanzie in grado di escludere che la discrezionalità si trasformi in arbitrio».[65] Da qui la necessità di evitare situazioni giuridiche (*rectius*: realtà strutturali) nelle quali sussista la possibilità che si verifichi la confusione di ruoli, ipotizzata nella costruzione della Cassazione; situazioni che, tornando all'esame della regolazione europea, sono state in quest'ultima valutate in modalità similari a quelle formulate dalla Suprema Corte italiana. Al riguardo è il caso di far presente che, nel *considerando* n. 15 della BRRD, viene puntualizzato: «quando uno Stato membro nomina l'autorità responsabile della vigilanza prudenziale degli enti («autorità competente») quale autorità di risoluzione, è opportuno mettere in atto adeguati accorgimenti aventi natura strutturale per separare le funzioni di vigilanza e quelle di risoluzione».

Nello specifico, è ipotizzabile che, sul piano delle concretezze, la unicità della amministrazione cui sono demandate differenti funzioni (e, dunque, ruoli diversi) si risolva nella possibilità che gli operatori bancari divengano *destinatari* di provvedimenti di risoluzione assunti da soggetti che, in altra veste, hanno in precedenza effettuato gli accertamenti a base dei provvedimenti suddetti. Consegue la configurabilità di ipotizzabili situazioni conflittuali, analoghe a quelle che si rinvengono allorché legami comportamentali (*rectius*: di solidarietà) riconducibili al 'senso di appartenenza' alla stessa istituzione impediscono agli esponenti dell'autorità di risoluzione di svolgere con serena equidistanza e senza coinvolgimenti di sorta i compiti del proprio *ufficio*.[66] Diversamente, si dovrebbe supporre, su un piano olistico, che all'interno delle amministrazioni di controllo e di risoluzione sussista un *continuo* avvicendamento tra gli addetti alle funzioni di cui trattasi, tale cioè da scongiurare i rischi sopra rappresentati; evenienza che nei

[65]Cfr. Cass. 4 novembre 2003, n. 16498, in *Giur. it.*, 2004, c. 857 ss.; in senso conforme Cass., SS.UU., 18 marzo 2004, n. 5535, in *Foro amm.*, p. 675 ss.

[66]Ci si riferisce, in particolare, al rischio di una *funzionalizzazione* dell'attività svolta dall'autorità di risoluzione alla «conferma» di opzioni interventistiche disposte dall'autorità di vigilanza, in una sorta di prosecuzione logica delle linee decisionali adottate da quest'ultima.

fatti appare priva di credibilità!

Alla luce di quanto precede si comprende la ragione per cui l'ammissione della possibilità di «prevedere in via eccezionale che l'autorità di risoluzione sia l'autorità competente per la vigilanza» è stata subordinata all'adozione delle *misure* cui fa riferimento il menzionato art. 3, paragr. 3, della direttiva n. 2014/59/UE; fermo restando l'esatto rilievo, formulato dalla dottrina, secondo cui nella fattispecie «sarebbe opportuno affidare al legislatore il compito di fissare criteri disciplinari volti a scongiurare il rischio di possibili forme di commistione».[67]

Ciò posto, non ci si può esimere dal sollevare alcuni dubbi in ordine ai criteri con cui il legislatore europeo ha regolato la 'separatezza' tra i differenti meccanismi di supervisione e di risoluzione.

In primo luogo, suscita perplessità l'esclusione di una partecipazione attiva della BCE dall'*agere* del SRB: orientano in tal senso alcune precisazioni formulate dalla stessa Banca Centrale Europea, la quale in proposito ha tenuto a puntualizzare che «*as a supervisor, the ECB will have an important role in deciding whether a bank is failing or likely to fail*»[68]. Se ne deduce, come già abbiamo avuto modo di osservare in altra sede, che la BCE, pur intervenendo nel Comitato unico di risoluzione solo come 'osservatore permanente' (sia in sessione esecutiva che plenaria del medesimo) potrà andare ben oltre una mera funzione informativa (attiva o passiva), propria della figura che le viene ascritta. [69]

Venendo, poi, alla valutazione delle modalità con cui, in concreto, è stata data esecuzione nei paesi UE alle prescrizioni normative di cui trattasi, appare significativa la circostanza che - a fronte del rigoroso disposto del più volte menzionato art. 3, paragr. terzo, della BRRD - in numerosi paesi (Germania, Francia, Italia, Olanda, Irlanda) l'autorità di risoluzione coincide con quella di vigilanza.[70] E' evi-

[67]Cfr. ROSSANO D., *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, cit., p. 66.
[68]Cfr. la descrizione relativa al *Single Resolution Mechanism*, nella pagina dedicata alla Banking Union, pubblicata sul sito istituzionale *www.bankingsupervision.europa.eu*.
[69]Cfr. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del 'diritto dell' economia': il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. dir. ec*., 2016, I, p. 16.
[70]Con riguardo a tali opzioni si vedano i seguenti documenti: per la Germania «*German government moves forward with package of measures for European ban-king unional*», su

dente come la volontà di tener fermi i benefici di un'organizzazione unitaria (che consente lo scambio di informazioni e di esperienze pregresse) e, dunque, l'intento di fruire di possibili economie di scala hanno prevalso su una opportuna adesione alle indicazioni del regolatore europeo; ciò ha evidenziato, ancora una volta, come nell'Unione gli interessi particolaristici prevalgano sullo spirito di coesione che dovrebbe condurre ad un'unanime e convinta accettazione di criteri disciplinari orientati alla realizzazione di un ordine giuridico del mercato fondato sull'uniformità istituzionale.[71]

Da ultimo, non può trascurarsi di considerare il ruolo primario che *in subiecta materia* deve essere riconosciuto alla Commissione, arbitra unica delle decisioni in materia di «aiuti di Stato», di cui si dirà in appresso. Quest'ultima - pur collocandosi al di fuori del quadro delle autorità istituzionali poste a presidio della stabilità del sistema bancario europeo - di certo con la sua azione interagisce sull'efficacia delle misure di vigilanza e/o di risoluzione, essendo ad essa rimessa la valutazione della possibilità d'interventi (straordinari) di supporto finanziario a favore di enti creditizi in difficoltà, consentendo deroghe al divieto di concedere «aiuti… mediante risorse statali» (art. 107, comma primo, TFUE).

---

www.bundesfinanz ministerium.de/Content/EN/Pressemitteilungen/2014/2014-07-09-package-of-measures-foreuropea n–bankingunion. per l'Olanda «*DNB to become national resolution authority*», su *www.dnb.nl /en/news/news-and-arch-ive /dnbulletin-2014/dnb309365.jsp*; per l'Irlanda «*Central Bank of Ireland designated as Ireland's National Resolution Authority*», su *www.centralbank.ie/pressarea /press releasesPages/CentralBankofIreland-desi-gnatedasIreland's NationalResolutionAuthority.aspx*; per la Francia, paese nel quale l'autorità di risoluzione è attivata presso la banca centrale, rileva il disposto della Loi n. 2013-672 del 26 luglio 2013; infine per l'Italia il d. lgs. 16 novembre 2015, n. 180, con cui è stata data attuazione alla direttiva 2014/59/UE, ed il d. lgs. n. 181, emanato in pari data, recante modifiche al testo unico bancario.

[71]E' doveroso, peraltro, far presente che lo stesso legislatore europeo si mostra pienamente consapevole delle difficoltà connesse alla conciliazione di cui trattasi, come chiaramente si evince da alcuni *considerando* del regolamento n. 806/2014/UE; cfr., in particolare, il n. 14 ove si precisa: « a seguito dell'istituzione dell'SSM con il regolamento (UE) n. 1024/ 2013…si è venuta a creare un'incongruenza tra la vigilanza dell'Unione su tali banche e il trattamento nazionale cui le disposizioni della direttiva 2014/59/UE le assoggettano nelle procedure di risoluzione, che sarà sanata dall'introduzione dell'SRM» e il n. 21, secondo cui «occorre che le norme che disciplinano l'istituzione e il funzionamento dell'SRM siano direttamente applicabili negli Stati membri in modo da scongiurare divergenze interpretative. Il mercato interno nel suo complesso trarrebbe beneficio da tale diretta applicabilità, che contribuirà ad assicurare la libera concorrenza e a impedire che si erigano ostacoli al libero esercizio delle libertà fondamentali non soltanto negli Stati membri partecipanti, ma anche nel mercato interno nel suo complesso».

6. Al fine di dar contenuto al programma di prevenzione sotteso alla costruzione normativa in esame la forma tecnica utilizzata in via prioritaria dal legislatore è costituita dalla *pianificazione del risanamento e della risoluzione*, come sono denominate l'insieme delle misure individuate nel Titolo II, Capo I, della direttiva n. 2014/59/UE.

Si è in presenza di una significativa innovazione recata dalla BRRD alle modalità di ricomposizione dei dissesti bancari. Per vero, lo schema ordinatorio impiegato recupera l'impianto disciplinare introdotto nel 2010 dal *Dodd Frank Act* con la previsione dei cd. *living wills* finalizzati alla riduzione di «potenziali rischi – idiosincratici e non - legati alle diverse attività del settore finanziario», nonché alla prevenzione di «ulteriori eventi di crisi sistemica»[72]; tuttavia, le modifiche recate al modello statunitense, come è stato sottolineato da un'attenta studiosa, conferiscono alla normativa europea una peculiare *articolazione* con riguardo alle forme del controllo pubblico, la cui procedimentalizzazione si disnoda in variegate fasi - che ricomprendono, in aggiunta a quelle della pianificazione ivi richiamata, l'«intervento precoce» - con ovvi, inevitabili riflessi «sull'organizzazione dell'assetto istituzionale interno».[73]

Più in particolare, nel riferimento all'esigenza di fruire di una strumentazione rapida ed efficace in eventi di crisi, si è addivenuti ad una costruzione che - al fine «di garantire la continuità delle funzioni finanziarie ed economiche essenziali dell'ente» (*considerando* n. 5 della BRRD) - realizza una sorta di *reconductio ad unitatem* tra l'intervento afferente le fasi prodromiche del dissesto e quello praticabile, invece, allorché quest'ultimo si è manifestato, ma sussiste ancora la possibilità per la banca di evitare una degenerazione della crisi con conseguenze irreversibili.[74] Il regolatore ha, dunque, ricercato una formula organizzativa della prevenzione delle patologie aziendali fondata sulla *convergenza*

[72]Cfr. così AMORELLO, *Come potrebbe cambiare la legislazione finanziaria americana dopo la vittoria elettorale repubblicana*, in *dirittobancario.it* del 23 novembre 2016.
[73]Cfr. SUPINO, *Soggettività bancaria assetti patrimoniali regole prudenziali*, cit., p. 93.
[74]Cfr., per tutti, HUERTAS -NIETO, A game changer: *The EU banking recovery and resolution directive*, visionabile su *voxeu.org*.

tra l'interesse 'particolare' dell'ente creditizio (ad evitare che queste ultime abbiano a verificarsi) e quello di carattere 'generale' (al recupero di un appartenente al settore che versi in situazione di difficoltà); realtà fattuale sottoposta ad un'attenta osservazione e cura da parte delle competenti autorità, potendo il suo aggravamento causare la necessaria estinzione dell'ente ed essere foriero di squilibri sistemici.[75]

Come si evince chiaramente dalle disposizioni che regolano i piani di cui alla normativa sopra richiamata, questi si distinguono a seconda della loro destinazione funzionale; sicché, il legislatore ne ha collegato l'attivazione ora alla finalità di predisporre una strumentazione idonea *tout court* al ripristino della situazione finanziaria degli enti creditizi che abbiano subìto un deterioramento significativo della stessa, ora nei casi di dissesto (o di rischio di dissesto) alla applicazione degli specifici, gravi rimedi che danno contenuto alla risoluzione (la quale, come si è anticipato, colloca in un ambito residuale la procedura di liquidazione coatta dell'ente creditizio).

La lettura delle disposizioni riguardanti la materia in esame evidenzia la peculiare connotazione di tale disciplina, la quale sembra fondata su un 'metodo sperimentale di osservazione' dei fatti, che - specie in relazione agli eventi registrati nell'ultimo decennio, a seguito della crisi dell'anno 2007 e seguenti - richiama, per certi versi, la tecnica a fondamento degli *stress test* praticati dalla BCE per verificare lo 'stato di salute' degli enti creditizi.[76] Ed invero, oggetto delle valutazioni cui ha riguardo il piano di risanamento è tra l'altro: (*i*) l'attività dell'ente creditizio, (*ii*) la sua struttura azionaria raccordata alla relativa forma giuridica, (*iii*) il profilo di rischio ad esso ascrivibile in ragione delle dimensioni, dello *status* giuridico e delle interconnessioni con altri enti o con il sistema finanziario in

[75]Cfr. MICOSSI et al., *State aid, bail-in, and systemic financial stability in the EU*, 2016, visionabile su voxeu.org; ID., *Dalla crisi del debito sovrano all'Unione bancario*, in A.A.VV., , *L'unione bancaria europea*, a cura di Chiti e Santoro, cit., p. 29 ss., in particolare p. 37 ss.

[76]Con riferimento all'impiego di tale strumento d'analisi, avvenuto una prima volta nel 2014 e poi ripetuto nel 2016, cfr. CAPRIGLIONE, *Gli* stress test *delle banche europee: una tempesta prima di un 'nuovo ordine' del mercato finanziario. Il caso Italia,* in *Federalismi.it* del 24 dicembre 2014.

generale. In altri termini, si ha riguardo agli elementi strutturali e funzionali che devono considerarsi rilevanti in relazione alla possibile emersione di criticità, sui quali sono destinate ad interagire le misure interventistiche previste nei piani. Trattasi di valutazioni da svolgere nel riferimento a scenari validi e rigorosi; pertanto, in esse si dovrà tener conto dell'importanza sistemica dell'ente o del gruppo; donde la specificità dei contenuti di tali piani, la cui definizione va raccordata alla «natura delle fonti di finanziamento dell'ente, compresi i fondi e le passività con garanzia mutualistica», come viene per l'appunto precisato nel *considerando* n. 21.

Più in particolare, l'analisi della normativa sui 'piani di risanamento' individua i rimedi da adottare per consentire l'assunzione di azioni tempestive volte, ove del caso, al ripristino della c.d. sostenibilità economica di lungo periodo (*long-term viability*), rimedi che «la direzione dell'ente potrebbe adottare quando sussistano le condizioni per un intervento precoce» (*considerando* n. 22). La loro predisposizione fa carico alle banche che redigono detti piani e li aggiornano periodicamente; un significativo ruolo *in subiecta materia* viene, peraltro, riconosciuto anche alla competente autorità di supervisione, cui i piani di risanamento vengono sottoposti allo scopo di assicurarne «l'aggiornamento…almeno ogni anno o a seguito di cambiamenti della struttura giuridica o organizzativa, dell'attività o della situazione finanziaria che possano influire in misura sostanziale sul piano» (art. 5, paragr. 2 della BRRD).

Inoltre, se l'ente non presenta un piano di risanamento adeguato, le autorità competenti «dovrebbero poter esigere che esso prenda le misure necessarie per colmarne le carenze sostanziali … obbligo che può incidere sulla libertà d'impresa garantita dall'articolo 16 della Carta ... limitazione … necessaria per conseguire gli obiettivi di stabilità finanziaria» (*considerando* n. 24). Infine, la direttiva in esame prevede un opportuno raccordo operativo tra le autorità che sovrintendono alla predisposizione degli strumenti interventistici di cui trattasi; è prescritto, infatti, a quella di supervisione di «trasmettere i piani di risanamento e qualsiasi cambiamento a essi relativo alle autorità di risoluzione competenti», sì da

assicurare, attraverso un reciproco scambio di informativa, lo svolgimento di un'azione pubblica coerente con gli obiettivi avuti di mira dal regolatore.

Le statuizioni della BRRD, nel dare concretezza alle indicazioni formulate nei *considerando*, attribuiscono ampio spazio al novero di informazioni di cui i 'piani di risanamento' sono portatori. Ci si riferisce, in particolare, al disposto degli articoli da 5 a 9 nei quali si ha riguardo, infatti, alle analisi strategiche, alle azioni da attivare (in termini di liquidità e di capitale) per mantenere l'operatività delle principali funzioni e delle linee di *business* della banca (per determinarne eventualmente la commerciabilità), nonché alle misure per conservare o ripristinare il patrimonio.[77] E' evidente, quindi, che i piani in parola forniscono la strumentazione idonea per realizzare un recupero aziendale nel caso in cui si determini un deterioramento della situazione finanziaria (patrimonio, liquidità, redditività) della banca; sicché, costituiscono un dispositivo di *governance* ai sensi dell'articolo 74 della direttiva 2013/36/UE, inserendosi coerentemente nel quadro delle scelte aziendali sul governo dei rischi (*Risk Appetite Framework* – RAF) e sulla pianificazione patrimoniale (*Internal Capital Adequacy Assessment Process – ICAAP*).[78]

Criterio base nell'applicazione della normativa in esame è - come puntualizzato dallo stesso regolatore europeo (*considerando* n. 131 della BRRD) - l'osservanza del principio di *proporzionalità*, che consente di mitigare il rigore delle richieste conseguenti alle valutazioni di cui all'art. 6 della direttiva n. 2014/59/UE, evitando eccessivi oneri amministrativi a carico degli enti tenuti alla predisposizione dei 'piani di risanamento'. Ed invero, detto pilastro della disciplina

[77]Per un'analisi del contenuto tecnico dei piani di risanamento si fa rinvio alle disposizioni contenute nel regolamento delegato (UE) n. 2016/1075 della Commissione del 23 marzo 2016 che in materia integra la direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio.

[78]In argomento cfr. tra gli altri CAVEZZALI-GARDENAL, *Risk governance e performance delle banche italiane: un'analisi empirica*, in *Bancaria*, 2016, 2, p. 25 ss.; SRIVASTAV - HAGENDORFF, *Corporate Governance and Bank Risk-taking*, in *Corp. Gov.: An International Review*, 2016, 24, p. 334 ss.; STULZ, *Governance, Risk Management, and Risk-Taking in Banks*, in *Econ. Policy Rev.*, 2016, 22, p. 43 ss.; FRIGENI, *La governance bancaria come risk governance: evoluzione della regolazione internazionale e trasposizione nell'ordinamento italiano*, in AA. VV. *Regole e Mercato*, a cura di Mancini, Paciello, Santoro e Valensise, Torino, 2017, Tomo I, p. 45 ss.

bancaria e finanziaria esplica la sua funzione guida non solo quale canone generale di adeguamento dei meccanismi di produzione normativa, bensì anche come regola di concreta attuazione di un determinato precetto «secondo modalità che, da un lato, minimizzino il costo della *compliance* normativa e, dall'altro, meglio conformino l'operato degli intermediari rispetto alle finalità di una data disciplina».[79] Ne consegue che la riferibilità normativa a tale principio deve risolversi nella ricerca, talora complessa, di criteri che conducano ad una uniformità comportamentale, presupposto per una competizione tra eguali in un mercato da ipotizzare come scevro da differenziazioni e, dunque, autenticamente comune.[80]

Il decreto lgs. 16 novembre 2015, n. 181, ha inserito nel testo unico bancario (decreto lgs. n. 385 del 1993 e successive modificazioni) un intero *Capo* dedicato ai 'piani di risanamento', la cui disciplina (articoli 69 *ter* e seguenti) riflette le indicazioni della BRRD dalla identificazione dell'ambito di applicazione alla specificazione delle modalità di valutazione, dei rapporti tra le autorità competenti, alle misure attuative. Tralasciando in questa sede un'analisi dettagliata di tale normativa, va invece ricercata la qualificazione giuridica ascrivibile alla particolare relazione che, in base alla normativa in esame, s'instaura tra l'ente creditizio tenuto a predisporre il piano di risanamento e l'autorità di supervisione che ne valuta la congruità rispetto ai fini perseguiti dal regolatore.

L'interazione tra i soggetti coinvolti nel rapporto operativo di cui trattasi (banca e autorità) si compendia, in primo luogo, nello svolgimento di un'attività ri-conducibile nei suoi contenuti all'essenza propria della funzione di vigilanza, che si fonda sulla vincolatività delle richieste formulate dall'amministrazione, cui i destinatari delle stesse devono necessariamente conformarsi. Ciò sembrerebbe trovare giustificazione nel raccordo configurabile tra le forme tecniche dei piani e l'obiettivo della «sana e prudente gestione», cui - ai sensi dell'art. 5 t.u.b. -

[79]Cfr. TROIANO, *Potere, tecnica e proporzione nel volume «Il giudice e l'economia» di Giancarlo Montedoro*, in *Riv. trim. dir. ec*., 2015, I, p. 326.
[80]Cfr. MONTEDORO, *Economia della crisi, trasformazione dello Stato, governo dei giudici*, in *Riv. trim. dir. ec*., 2009, I, p. 59 ss; ID., *Il giudice e l'economia*, Roma, 2015, cap. VII.

l'organo di controllo deve finalizzare la sua azione.[81] Ed invero, a ben considerare, sussiste uno stretto nesso tra gli obiettivi cui è preordinata l'esistenza stessa dei *recovery plans* e quelli di più generale portata sottesi alla promozione di un *management* avverso al rischio e, dunque, proteso alla stabilità; in tale ordine d'idee, valutando le innovazioni della regolazione in esame, si è già avuto modo di sottolineare che il legislatore (disciplinando tale materia) ha privilegiato un criterio ordinatorio incentrato sulla attuazione di forme d'intervento preventivo delle crisi, all'uopo utilizzando le iniziative connesse ai piani di risanamento.[82]

Tale inquadramento, tuttavia, non rende appieno l'intensità relazionale dell'incontro tra autorità ed intermediario, che nella fattispecie si rinviene; in particolare, non si tiene adeguatamente conto della circostanza che la redazione dei piani, essendo richiesta a livello normativo, non riflette l'adempimento di un obbligo imposto in via autoritativa. Conseguentemente alla banca viene consentito (quantomeno in linea teorica) di provvedere autonomamente alla definizione degli strumenti e delle modalità d'intervento cui far ricorso in presenza di possibili deterioramenti aziendali; ciò, con l'ovvio effetto di esaurire, nella fase di elaborazione siffatta, le incombenze a proprio carico, ove sussista una valutazione positiva dell'organo di vigilanza.

In tale premessa, l'esigenza di addivenire ad una compiuta collocazione giuridico sistematica del rapporto in parola potrebbe far ipotizzare che, nel caso di specie, ricorrano gli elementi costitutivi per ravvisare una figura assimilabile ad un'innovativa forma di partenariato pubblico/privato. Del pari, il riferimento alla valenza partecipativa ascrivibile al ruolo assunto dalla banca (nel contesto di cui trattasi) potrebbe avvalorare la tesi di una delega di funzioni da parte dell'autorità

[81]Cfr. TROIANO, *Recovery plans in the context of the BRRD framework*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2015, vol. 2, spec. 49 ss; ID. *La Bank Recovery and Resolution Directive e la problematica dei piani di risanamento*, relazione svolta nel convegno «*Vigilanza europea e funzione dell'impresa bancaria tra autonomia, stabilità e utilità sociale»,* organizzato dall'Università di Bergamo, maggio 2017.

[82]Cfr. CAPRIGLIONE, *La nuova finanza: operatività, supervisione, tutela giurisdizionale. Il caso «Italia». Considerazioni introduttive (La finanza post-crisi: forme operative e meccanismi di controllo)*, in *Contr. e Impr.*, 2017, p. 89.

di settore. A ben considerare, peraltro, entrambe le soluzioni testé prospettate non sembrano pienamente condivisibili; la prima in quanto carente del necessario supporto volontaristico (e, dunque, la mancanza di una qualsivoglia forma di *accordo*) che in via ordinaria connota la *partnership* tra soggettività pubblica e privata, la seconda poiché la collaborazione dell'ente creditizio è incardinata in una prescrizione normativa e non anche in una 'delega' dell'autorità. Per converso, sembra appropriato il riconoscimento, nella fattispecie, di una innovativa forma di partecipazione degli appartenenti al settore allo svolgimento delle funzioni di vigilanza.

Pertanto, concludendo sul punto, possiamo dire che alla «pianificazione del risanamento» può ascriversi *autonoma* sistemazione giuridica inserendola nel più ampio quadro delle misure *preparatorie* funzionali al presidio della solidità economica – attuale e prospettica – della banca predisposte dal legislatore europeo allo scopo di incrementare la *dialettica* tra gli operatori del mercato e gli organismi pubblici che intervengono nella gestione delle crisi bancarie.[83] E' forse, questo, un elemento particolarmente rilevante di un innovativo sistema di «cogestione di funzioni di amministrazione attiva e di regolazione», posta a fondamento dell'UBE;[84] ad esso necessita far riferimento in vista di più intense forme di cooperazione e integrazione in ambito UE.

[83]Cfr. LASTRA -.AYADI - OLIVARES-CAMINAL e RUSSO, *The different legal and operational structures of banking groups in the euro area, and their impact on banks' resolvability*, consultabile in *www.europarl.europa.eu*, 2016, 5 ss; di recente, esaminando le ragioni sottese a tale costruzione legislativa, sottolinea la particolare « *funzione di preparazione* del risanamento» degli enti in crisi SACCO GINEVRI, *Il gruppo bancario cooperativo*, Milano Assiago, 2017, Cap. III, paragr. 1 (letto in bozze).
Da quanto rappresentato nel testo risulta chiaro che il regolatore - in adesione a logiche di mercato - ha fatto affidamento sulla specificità della descritta forma di collaborazione tra intermediari ed autorità di settore nella quale si ascrive peculiare affidamento all'apporto che i primi sono in grado di fornire ai fini di una compiuta conoscenza dei rimedi da adottare.
Da qui la particolare valenza dello schema ordinatorio dianzi esaminato in vista del conseguimento delle finalità cui è preordinata la nuova regolazione della 'gestione delle crisi bancarie': prevenire le possibili degenerazioni di queste ultime (procedendo al 'risanamento' dell'ente creditizio in difficoltà) e disancorare le soluzioni adottate in caso di gravi patologie aziendali dal ricorso a tecniche fondate sul supporto pubblico straordinario.
[84]Cfr. IBRIDO, *L'unione bancaria europea. profili costituzionali,* cit., p. 8.

7. Nell'ambito delle 'misure di preparazione', disciplinate dalla BRRD e recepite nel decreto lgs. n. 180 del 2015 i *resolution plans* si configurano alla stregua di una sorta di prosecuzione dei *recovery plans* e risultano strettamente collegati alla 'risoluzione'. Quest'ultima - come si è anticipato - attua la separazione delle attività critiche dalla banca sottoposta a detta procedura (facendo gravare, in caso di applicazione del *bail-in,* le perdite, in primo luogo, sugli azionisti e successivamente su alcune categorie di creditori), potendo anche disporre a tali fini (in fase di preparazione del piano di risoluzione) modifiche della struttura legale e operativa dell'ente creditizio.

Si è già precisato che la regolazione europea - recepita nel nostro ordinamento previa modifica della disciplina contenuta nel testo unico bancario e in quello sull' intermediazione finanziaria - attribuisce significativi poteri alle autorità di settore per la realizzazione degli obiettivi di prevenzione. Va, peraltro, tenuto presente che la direttiva 2014/59/UE, nonostante segni «un passo significativo verso l'armonizzazione delle norme in materia di risoluzione delle banche in tutta l'Unione … introduce regole di armonizzazione minime e non stabilisce la centralizzazione del processo decisionale in materia di risoluzione» (*considerando* n. 10 del regolamento [UE] n. 806/2014). Essa prevede strumenti e poteri comuni di risoluzione, per la cui applicazione - come già si è anticipato - le autorità nazionali degli Stati membri conservano una certa discrezionalità. Da qui la possibilità consentita a questi ultimi di ampliare detti poteri nella definizione dei 'piani di risoluzione' «predisposti dalle autorità di risoluzione» (*considerando* n. 26 della BRRD), vale a dire le *National Resolution Authorities* (dai medesimi attivate), laddove «un potere di risoluzione centralizzato per gli Stati membri partecipanti è … affidato al Comitato di risoluzione unico» istituito ai sensi del *Single Resolution Board* (*considerando* n. 11 del regolamento [UE] n. 806/2014); meccanismo istituzionale che si articola, dunque, su distinti organismi: il Comitato (operante a livello europeo) e le autorità nazionali di risoluzione (competenti in sede domestica).

Più in particolare, è bene far presente che i criteri posti a fondamento della

formulazione di tali piani (*i.e*. il riferimento alla struttura giuridica, tecnico organizzativa e finanziaria della banca gravata da criticità) restano immutati; analogamente avviene con riguardo all'applicazione del principio di *proporzionalità* nel graduare l'entità delle misure in concreto praticate; per converso, quel che cambia è il riconoscimento di specifiche attribuzioni alle nominate autorità di risoluzione. Queste ultime possono, infatti, «disporre di poteri accessori per garantire l'efficacia della cessione di azioni o titoli di debito e attività, diritti e passività» (*considerando* n. 87), nonché dei significativi margini di discrezionalità (nella valutazione di complesse situazioni economiche) di cui in precedenza si è detto (*considerando* n. 89); caratteristiche della azione pubblica che interagiscono con riguardo vuoi alla riservatezza cui sono sottoposte «le informazioni ottenute dalle autorità di risoluzione e dai loro consulenti» (*considerando* n. 86), vuoi in sede di *riesame* da parte dei «giudici nazionali … (delle) ... misure di gestione delle crisi interessate» (*considerando* n. 89).

E' evidente come - per quanto correlati sul piano teleologico dalla comune riferibilità al superamento degli eventi patologici che possono colpire gli enti creditizi - i 'piani di risoluzione' appaiono profondamente diversi da quelli di risanamento. Tale diversità - al di là delle differenze riscontrabili nelle modalità di utilizzo delle tecniche di valutazione testé richiamate - si fonda essenzialmente sulle implicazioni connesse alle azioni correttive individuate nei «piani», atteso che queste possono incidere sulla struttura societaria delle banche ovvero ridimensionarne le esposizioni; donde la intrinseca differenza di tali strumenti rispetto ad altri di più semplice esplicazione, ugualmente finalizzati a superare la crisi. Non a caso la dottrina ha posto l'accento sul carattere pervasivo della *resolution,* cui sono riconducibili interventi che, quando utilizzati, possono portare al trasferimento forzoso delle … azioni, … (ad un) … radicale mutamento organizzativo ... (dell'ente).. all'espropriazione anche totale del suo patrimonio»;[85] puntualizzazione cui fa riscontro il

[85]Cfr. così STANCHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in AA.VV., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione*

particolare rilievo ascritto in letteratura al giudizio sulla «*resolvability* dell'ente, finalizzata ad individuare fattori endogeni (connessi alle caratteristiche strutturali ed operative dell'intermediario) ed esogeni (relativi al quadro normativo di riferimento e ad aspetti transfrontalieri) che possano ridurne le effettive possibilità di risoluzione (Regolamento delegato 2016/1075/ UE)».[86]

Aspetto di significativa importanza nel contesto disciplinare in esame è la necessaria presenza di un *interesse pubblico* a fondamento dell'assunzione della procedura di risoluzione. Di intuitiva percezione le ragioni della riferibilità, richiesta dalla regolazione, a detto interesse, da individuare essenzialmente nella rilevanza (*rectius*: carattere traumatico) degli interventi che nella fattispecie vengono attivati, i quali incidono in maniera significativa sulla realtà giuridico economica delle banche cui sono destinati. Da qui l'esigenza, avvertita dal regolatore, di giustificarne l'adozione ricollegandola al perseguimento di finalità di carattere generale (*i.e*. assicurare il recupero dell'ente in crisi per evitare squilibri sistemici). In tale contesto logico trovano, poi, collocazione le tesi prospettate in letteratura, nelle quali si richiamano ora l'equo 'bilanciamento' degli interessi sottesi alla procedura in parola,[87] ora l'opportunità di procedere ad un'interpretazione estensiva della relativa nozione, sì da addivenire al riconoscimento di un ampio potere discrezionale alle autorità che decidono di dar corso alla risoluzione;[88] fermo restando che «il legislatore avrebbe dovuto *forse* fornire indicazioni più precise in ordine all'identificazione dei presupposti che legittimano il riscontro di tale interesse».[89]

Si sono richiamate in precedenza le modalità procedimentali attraverso cui si estrinseca la procedura di risoluzione, evidenziandone le conseguenze a livello di

di poteri, Atti del Convegno tenutosi a Roma il 16 settembre 2013, Banca d'Italia, *Quaderni di Ricerca Giuridica*, n. 75, 2013, p. 156.

[86]Cfr. SUPINO, *Soggettività bancaria assetti patrimoniali regole prudenziali*, cit., p. 94, nota n. 10.

[87]Cfr. RULLI, *Prevenire l'insolvenza. dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative*, in *Riv. trim. dir. econ., Supplemento* al n. 3 del 2015, p. 308.

[88]Cfr. WOJCIK, *Bail-in in the banking union*, in *Common Market Law Review*, 53, 2016, p. 99

[89]Cfr. ROSSANO D., *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, cit., p. 83.

smembramento dell'impresa bancaria e di *traslazione* delle perdite causate dalla crisi agli azionisti ed a determinate categorie di creditori. Il sistema dispositivo in parola, nel riconoscere all'autorità ampi poteri discrezionali (si pensi alla determinazione del cd. Mrel), appare particolarmente complesso, con ovvie, conseguenti difficoltà interpretative.

Tali difficoltà sono accentuate dalle incertezze della normativa nazionale relativa all'applicazione del *bail-in.*[90] Si abbia riguardo, in particolare, alla statuizione dell'art. 1, comma 33, del d.lg. n. 181, con la quale è stato modificato l'art. 91 del d.lgs 1° settembre 1993, n. 385, puntualizzandosi l'ordine con cui i 'commissari' devono procedere nel 'pagamento dei crediti'. Viene qui introdotta una «deroga a quanto previsto dall'art. 2741 cod. civ. e dall'art. 111 della legge fall. nella ripartizione dell'attivo», previa determinazione dell'elenco dei crediti che vengono soddisfatti «con preferenza rispetto agli altri crediti chirografari»; deroga nel cui ambito sono inclusi «gli altri depositi presso la banca» (lett. *c*). E' evidente come il legislatore, nell'intento di rimediare ai rischi del *bail-in,* sia incorso in una palese viola-

[90]Tale strumento - orientato al salvataggio dell'impresa in dissesto facendo ricorso all'intervento finanziario dei soggetti che, a vario titolo, hanno avuto rapporto con l'ente creditizio - si fonda sulla tecnica del cd. *haircut*, vale a dire dell'imposizione in via prioritaria di riduzioni di valore a carico dei titolari di azioni, di debito subordinato e dei creditori non garantiti (art. 53 della direttiva n. 2014/59/UE).
La specificità di tale procedura è stata oggetto di attenta analisi da parte della dottrina che, tra l'altro, si è soffermata a: (*i*) ricollegarne la logica ordinatoria ai principi che contraddistinguono un mercato concorrenziale (CAPRIGLIONE-TROISI, *L' ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi. La difficile conquista di una dimensione europea,* Torino, 2014, p. 104 ss.; *(ii*) valutarne l'efficacia allorché è impiegata unitamente ad altri strumenti che prevedono il ricorso al sistema di garanzia dei depositi (PRESTI, *Il bail-in*, in *Banca Impresa Società*, 3, 2015, p. 344); (*iii*) sottolineare gli ampi margini di discrezionalità consentiti alle autorità di risoluzione nel distribuire i limiti delle differenti tipologie di strumenti da sottoporre a *bail-in* (ROSSANO D., *Nuove strategie per la gestione delle crisi bancarie: il bail-in e la sua concreta applicazione*, in *Federalismi.it*, 1, 2016); (*iiii*) puntualizzarne il particolare effetto di avvicinare i depositi bancari agli strumenti finanziari (LENER, Bail-in *bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 3, 2016, p. 295).
Inoltre la dottrina, alla luce di una sentenza della Corte costituzionale austriaca, ha affrontato il difficile problema della conformità di tale meccanismo ai principi costituzionali (DI BRINA, *"Risoluzione" della banche e "*Bail-in*" alla luce dei principi della Carta fondamentale dell'UE e della Costituzione nazionale,* in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, II, p. 184 ss. e GUIZZI, *Il* Bail-in *nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. trib.*, 12, 2015, p. 1485 ss), mettendo in discussione la legittimità di una procedura che consente trattamenti differenziati tra soggetti appartenenti ad una stessa categoria, in nome di una giustificazione che si richiama al pubblico interesse.

zione del principio della *par condicio creditorum*;[91] ciò in quanto, come è stato osservato, «la possibile svalutazione, anche integrale, delle passività della banca comporta la cancellazione delle posizioni creditorie di taluni soggetti con la conseguenza che essi non possono, neppur in astratto, concorrere alla distribuzione dell'eventuale attivo residuo»,[92] qualora la procedura del *bail in* sortisca esito negativo e si dia corso alla liquidazione coatta.

Consegue un concreto limite nella tutela dei depositanti, atteso che l' internalizzazione delle perdite, ove il risparmiatore coinvolto veda azzerata la propria posizione creditoria, non è in grado di dare pieno adempimento al già menzionato criterio del "*no creditor worse off*"(in base al quale, come in precedenza si è sottolineato nessun creditore/depositante può subire in caso di risoluzione un trattamento più oneroso di quello che subirebbe con la liquidazione). Da qui i dubbi in materia manifestati dalla stessa Banca d'Italia la quale al fine di evitare l'immediata applicazione del *bail-in* - nell'ambito dei negoziati sulla BRRD - avanzò con insistenza la richiesta, non accolta nella versione finale di tale direttiva, di «rinviare … (la sua adozione) ... al 2018, così da consentire la sostituzione delle obbligazioni ordinarie in circolazione con altre emesse dopo l'entrata in vigore del nuovo quadro di gestione delle crisi e, dunque, collocate e sottoscritte avendo presenti i nuovi scenari di rischio».[93] Non a caso, in tale ordine logico, il governatore Visco, successivamente all'entrata in vigore del *bail-in*, ha auspicato l'applicazione della clausola della BRRD «che ne prevede la revisione, da avviare entro giugno 2018», allo scopo di «allineare la disciplina europea con gli *standard* internazionali»;[94]auspicio che, sia pur in ritardo, sembra venga ora accolto dai

[91]Di ciò, del resto, sembra aver contezza lo stesso legislatore italiano, come è dato desumere dal fatto che nella normativa del d.lg. n. 181 si rinviene un rinvio alle *calende greche* (1° gennaio 2019) dell' applicazione dell'art. 91, comma 1 *bis*, lett. *c*, t.u.b

[92]Cfr. LENER, *Profili problematici del bail-in*, intervento al convegno '*La gestione delle crisi bancarie e l'assicurazione dei depositi nel quadro dell'unione bancaria europea',* organizzato da FITD, tenutosi a Roma il 22 gennaio u.s.

[93]Cfr. BARBAGALLO, *Audizione* nell'*Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano*, Roma, 9 dicembre 2015 Camera dei Deputati Sesta Commissione Finanze, p. 13 delle bozze di stampa.

[94]Cfr. *Intervento* al 22° Congresso ASSIOM FOREX, Torino, 30 gennaio 2016, p. 9 delle bozze di stampa.

vertici UE, i quali hanno programmato una riforma del *bail-in* da realizzare entro il corrente anno.[95]

Le contraddizioni e le criticità della disciplina del *bail in* - tra le quali risalta la presunta capacità di un'«inedita valutazione del merito creditizio della banca» richiesta dal legislatore[96] - inducono a valutare con perplessità l'assunto secondo cui « il *bail-in* segna pur sempre un avanzamento …sul piano dell'equità sociale»[97] in quanto evita al settore pubblico di farsi carico dei dissesti bancari. C'è da chiedersi, infatti, se non sia più oneroso per la collettività l'effetto destabilizzante di un sistema bancario esposto a provvedimenti avvertiti come iniqui dai cittadini (come quelli che a fine 2015 hanno colpito ampie fasce di risparmiatori in occasione del cd. salvataggio di quattro banche in crisi) piuttosto che dar corso al pregresso meccanismo della «socializzazione delle perdite», destinato a redistribuirne il peso sull'intera popolazione e, dunque, a rendere scarsamente significativo il gravame così imposto. Va da sé che il *favor* per una realtà giuridica diversa da quella definita dalla recente regolazione europea non significa approvazione di forme operative caratterizzate da *moral hazard,* da carente valutazione del merito del credito e da comportamenti comunque riprovevoli per indebita assunzione dei rischi (attuata disattendendo l' osservanza delle prescrizioni della disciplina speciale)! Significa, invece, auspicare che l'attività di vigilanza consegua più elevati livelli di rigore, tali cioè da consentire un nuovo, consolidato equilibrio sistemico in grado di relegare in un ambito di *extrema ratio* l'applicazione di misure destinate a risolversi nell'adozione del meccanismo con cui nel nostro Paese, a lungo, è stata realizzata un'efficace 'tutela del risparmio'.

Sono evidenti, quindi, le implicazioni sottese all'accettazione di posizioni

[95]Cfr. l'*editoriale* di DAVI e LONGO, *Bail-in, la Commissione UE accelera i tempi della riforma*, pubblicato da Il*Sole24Ore* del 6 aprile 2017, ove si precisa che detta riforma «riguarda la gerarchia dei titoli da colpire in caso di *crack* bancario», all'uopo sottolineando: (*i*) «tutti i depositi bancari (anche quelli delle grandi imprese) …(dovrebbero essere) … più tutelati delle obbligazioni *senior* in caso di *bail-in*»; (ii) «verrebbe creata una nuova tipologia di titoli (chiamati '*senior non preferred'*) da *colpire* prima delle obbligazioni *senior*».
[96]Cfr. IBRIDO, op. cit., p. 149
[97]Cfr. IBRIDO, op. cit., p. 150

ideologiche che - in linea con i principi di mercato - sono propense a valorizzare il complesso *iter* procedimentale in osservazione. Ci si riferisce alla necessità di dover accettare dei *costi*, di pagare uno *scotto* per risolvere le crisi bancarie, prezzo che si individua in un mutato ordine giuridico nel riparto degli effetti negativi delle crisi; innovativa realtà guardata con diffidenza da molti, invisa ai malcapitati che devono pagare questo prezzo!

8. La normativa europea in tema di gestione delle crisi bancaria incide significativamente sulla tradizionale logica che ascrive ai meccanismi di *corporate governance* una funzione volta a tutelare, in via prioritaria, la posizione (*rectius*: gli interessi) degli *shareholders*; ciò in quanto le particolari tecniche di risoluzione dianzi esaminate coinvolgono, sul piano della responsabilità aziendale, soggetti *ulteriori* rispetto ai meri detentori di capitale di rischio. In particolare, rilevano le menzionate regole del *bail-in* che attraggono le obbligazioni e gli altri crediti nei meccanismi di risoluzione, con l'esclusione dei depositi entro limiti preordinati; si individua, pertanto, una sorta di sovvertimento del processo interattivo configurabile tra proprietà azionaria e presenza interventistica dei titolari di quote societarie nella *governance bancaria.* Da qui i presupposti per un cambiamento di quest'ultima, stante l'esigenza di parametrarne gli elementi costitutivi ad una maggiore coerenza del rapporto rischio/responsabilità, che ne contraddistingue l'essenza.[98]

L'allargamento dei soggetti tenuti a rispondere delle perdite riscontrabili in situazioni di crisi reca, dunque, una innovazione negli assetti sistemici dell'impresa bancaria, stante l'evidente «disallineamento strutturale… tra l'interesse… degli azionisti… e l'interesse… dei depositanti e dei creditori in genere», determinato dalla disciplina in parola.[99] Si ridimensiona, infatti, il diaframma esistente tra i diritti spettanti ai detentori di capitale di rischio e quelli riconosciuti a coloro che

[98]Cfr. CAPRIGLIONE e MASERA, *La corporate governance delle banche: per un paradigma diverso*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, I, p. 296 ss.
[99]Cfr. LAMANDINI, *Governance dell'impresa bancaria: un (piccolo) interrogativo sulle imprese evolute*, in AA.VV, *Il governo delle banche*, Milano, 2015, p. 389.

vantano crediti verso la banca; ciò con ovvie implicazioni sulla tradizionale relazione tra proprietà e amministrazione che, da tempi lontani, contraddistingue la tematica del controllo societario.

Consegue l'esigenza di sottoporre a revisione i principi sui quali è fondata la teoria dell'impresa creditizia, incentrata sui profili concernenti i «diritti di proprietà» sul capitale, quali presupposto per l'accesso alla *governance*; donde l' interazione tra logica di mercato, organizzazione aziendale e principio di autorità nella ricerca di una struttura ottimale, caratterizzata da equilibrio finanziario ed equo raccordo tra potere e responsabilità.[100]

In presenza di tale realtà - che ha visto d'improvviso diventare obsoleti gli attuali meccanismi organizzativi e funzionali della gestione delle banche - diviene indispensabile rivisitare la portata dispositiva del vigente impianto disciplinare; ciò in quanto a seguito del nuovo programma di *resolution* risultano quantomeno anacronistiche le previsioni normative che assegnano esclusivamente ai titolari del capitale azionario della società bancaria l'esercizio del potere autoritativo che individua l'essenza della *governance*. Ed invero, oggi sono chiamati a rispondere delle conseguenze negative di eventuali situazioni di crisi e/o *mala gestio* anche soggetti diversi da quelli che hanno nominato gli organi amministrativi e di controllo delle banche divenute insolventi. Consegue la configurabilità di una sostanziale equiparazione tra le categorie degli azionisti e degli obbligazionisti, le quali finiscono col partecipare alla realtà d'impresa in modalità non differenziate.

L'opportuna introduzione di regole che - nel riferimento alla *equity* (che segna i confini legali ed economici delle entità soggettive in esame e, dunque, il correlato sistema di diritti) - rivalutino il ruolo svolto dagli obbligazionisti all'interno della struttura aziendale assurge ad ineludibile premessa per una ridefinizione del modello di *governance*; in tale direzione spingono, del resto, le indicazioni di alcune recenti ricerche che riconoscono alla nominata categoria di *stakeholders*

[100]Cfr. per tutti WILLIAMSON, *The New Institutional Economics: Taking Stocks, Looking Ahead*, in Journal of Economic Literature, 2000, p. 595-613.

un'adeguata posizione di rilievo, coerente con la specificità della loro funzione.[101] Ciò induce, ovviamente, a superare la inscindibilità del nesso proprietà ed amministrazione nella gestione aziendale, facendo propendere per soluzioni incentrate su una maggiore autonomia ed indipendenza dell'organo amministrativo; soluzione cui ha riguardo l'orientamento in materia espresso dalla Banca d'Italia che, a partire dal 2014, ha accolto le istanze in tal senso manifestate dal mercato prevedendo la possibilità che il CdA «ai fini delle nomine o della cooptazione dei consiglieri… identific(hi) preventivamente la propria composizione quali/quantitativa considerata ottimale in relazione agli obiettivi individuati».[102]

E' evidente come la BRRD abbia aperto una breccia nella rappresentazione della tradizionale visione statica del rapporto tra diritti e doveri fino ad epoca recente posta a fondamento del *Preferred Shareholder Model*; ad essa consegue il necessario riassetto degli interessi sottesi alla *governance* bancaria, sottolineato in letteratura[103] e puntualizzato dalla giurisprudenza domestica e della Corte di Giustizia UE[104] in vista di un più equilibrato raccordo del binomio responsabilità/rischio, cui dovrebbe conseguire l'obiettivo di una migliore *performance* aziendale.

9. Per una compiuta valutazione degli effetti della regolazione europea sulla

[101]Cfr. SCHWARCZ, *Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed, Systemically Risky World, in William &Mary Law Review*, 2016, p. 58.

[102]Cfr. Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, come aggiornata in data 6 maggio 2014, ove si pone l'accento sul profilo professionale richiesto per i candidati, dal quale i soci possono discostarsi solo motivatamente.

[103]Cfr. tra gli altri SACCO GINEVRI, *Why staggering Italian banks' boards in a world of destaggering?*, in *Riv. trrim. dir. econ.*, 2016, I, p. 49 ss; SUPINO, *Soggettività bancaria assetti patrimoniali regole prudenziali*, cit. p. 131 ss; BROGI, *Corporate Governance*, Milano, 2016, *passim.*

[104]Al riguardo cfr. le sentenze del Tribunale d'Arezzo 11 febbraio 2016 e della Corte di appello di Firenze, 6 maggio 2016, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, II, p. 70 ss, con nota di ROSSANO D., *Il salvataggio della BPEL e l'accertamento dello stato di insolvenza alla luce della nuova normativa in materia di crisi bancarie*.

Si veda, altresì, la sentenza 19 luglio 2016, relativa alla causa C-526/14 Kotnik e altri, consultabile su *http:// curia.europa.eu/ juris/document*, nella quale la Corte di Giustizia europea tiene conto della posizione sostanzialmente paritaria che la nuova regolazione riconosce agli azionisti ed ai creditori subordinati delle banche interessate al conseguimento di una deroga al principio del *burden sharing* (sul punto più ampiamente v. *infra* paragr. 11).

gestione delle crisi bancarie necessita valutare talune sue specifiche implicazioni in relazione ai contenuti prescrittivi della direttiva n. 2013/36/UE, più comunemente nota come CRD IV («*Capital Requirements Directive IV*»).

Si è esaminato nelle precedenti pagine come la logica di prevenzione, a fondamento della BRRD - in vista del mantenimento in vita di un ente creditizio incorso in una situazione patologica - sia incentrata su un meccanismo di «internalizzazione delle perdite», che trova esplicazione in misure volte a traslarne l'onere *in primis* sugli azionisti della società bancaria affetta da criticità. Si è avuto modo di sottolineare, altresì, che l'assetto disciplinare sotteso all'applicazione della procedura di risoluzione risulta particolarmente complesso a causa della commistione tra interventi di variegata natura che possono condurre non solo all'espropriazione (anche totale) del patrimonio del soggetto cui sono destinati, ma anche a modifiche della struttura organizzativa di quest'ultimo. A ciò si aggiungano le incertezze causate dalle difficoltà interpretative del *bail-in,* istituto caratterizzato dalla presenza di un ampio potere discrezionale dell'autorità nel determinare in concreto l'area dei crediti ad esso assoggettabili, oltre che da una chiara incidenza negativa sul principio della *par condicio creditorum* evidenziata dalla dottrina.

Da qui il clima di *sfiducia* che ha accompagnato l'entrata in vigore della normativa di recepimento della BRRD e del SRM; tale sfiducia appare riconducibile ad insicurezze nella realtà di mercato legate in primo luogo all'esposizione dei depositi bancari al rischio di essere *bailinizzati,* con conseguenti, inevitabili perdite da parte dei risparmiatori titolari di conti il cui ammontare supera 100.000 euro. Non meno rilevante deve ritenersi, peraltro, l'influenza esercitata dal complesso dispositivo sopra richiamato sulla definizione degli assetti proprietari delle banche; ciò in quanto esso interagisce sull'interesse degli investitori all'acquisizione dei titoli azionari di enti che svolgono attività d'intermediazione creditizia. Si riduce notevolmente, infatti, l'attrattiva verso tale forma d'investimento, non soltanto a causa dei margini decrescenti di redditività cui le banche sono esposte a seguito delle *turbolenze finanziarie* degli ultimi anni (che ne hanno ridimensionato il

volume di attività),[105] ma anche per i pericoli connessi alla nuova tipologia di rischi rivenienti dall'eventuale sottoposizione (dei soggetti con criticità) a procedure di risoluzione. Si delinea, quindi, una realtà destinata a riflettersi negativamente sul processo di patrimonializzazione delle banche cui - in linea con le previsioni della disciplina speciale - è legata l'espansione della loro operatività e, dunque, la stessa capacità di sviluppo.[106]

Più in particolare, tale disincentivazione degli investimenti nel capitale sociale delle banche si è determinata a seguito delle variazioni evidenziate dagli indicatori che consentono di calcolare il rapporto «rischio-rendimento»; la cui valutazione è fondata non solo sulla qualità della gestione, ma anche sul riferimento ai fattori che influenzano il *trade-off* delle componenti di tale rapporto, la cui quantificazione è resa sempre più ardua dalla complessità dei mercati finanziari.[107] Al presente, può dirsi che sulla tradizionale capacità degli intermediari creditizi di accrescere il valore degli investimenti effettuati mediante sottoscrizione degli aumenti di capitale dai medesimi disposti (in sede di revisione dei livelli di adeguatezza patrimoniale) fa premio il timore che le perdite correlate allo svolgimento dell'attività bancaria si traducano in un decremento, se non addirit-

[105]Cfr. CAPRIGLIONE, *La nuova finanza: operatività, supervisione, tutela giurisdizionale. Il caso 'Italia'. Considerazio-ni introduttive (La finanza post-crisi: forme operative e meccanismo di controllo*), in *Contratto e impresa*, 2017, p. 75 ss, in particolare p. 91 ss.

[106]Si fa presente che il cd. patrimonio di vigilanza, calcolato sulla base di criteri prudenziali, è destinato a far fronte alla rischiosità complessiva cui vanno incontro gli intermediari nello svolgimento delle proprie funzioni. Da qui l'ottica *garantistica* a base della costituzione di «riserve di capitale», finalizzate ad evitare che le banche subiscano i danni rivenienti da situazioni di sottocapitalizzazione e, dunque, ad assicurare congrue condizioni per la loro crescita; cfr. RESTI - SIRONI, *Rischio e valore nelle banche. Misura, regolamentazione, gestione*, Milano, 2008, *passim*; ADMATI et al., *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Capital is not Expensive*, in *SGB Working Papers*, 2011, visionabile su *ssrn.com*.

[107]Gli indicatori per la valutazione degli investimenti finanziari consentono di effettuare comparazioni fra gli *strumenti* presenti sul mercato e, dunque, di operare scelte che tengano conto della specificità di questi ultimi, calcolata in base alle misure fornite dal classico riparto tra VaR (*Value at Risk*), indice di Sharpe (*Sharpe Ratio*), TEV (*Tracking Error Volatility*) ed IR (*Information Ratio*).

Diviene così possibile optare tra scelte alternative di investimento in funzione del differenziale di rischio di un determinato impiego, definito *risk premium*, rispetto ad altri con esso confrontati; v. BREALEY - MYERS - SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, Milano, 1999, *passim*; TUTINO, *Performance, valore e misurazione dei risultati nell'azienda*, Milano, 2012, *passim*, in particolare p. 79 ss.

tura in un azzeramento, degli *impieghi* finanziari effettuati in dette modalità. Da qui le difficoltà che vengono incontrate dagli appartenenti al settore del credito nel conseguire una dotazione patrimoniale in linea con le prescrizioni della regolamentazione prudenziale,[108] difficoltà aggravate dalla crisi finanziaria del 2007 come risulta dalla considerazione secondo cui «i requisiti … di Basilea non sono pensati per far fronte al rischio di liquidità sistemico».[109]

Le modalità con cui, nei tempi recenti, numerose banche hanno ipotizzato di risolvere la problematicità delle operazioni di aumento di capitale conferma le considerazioni dianzi esposte. La stampa specializzata delinea con precisione l'ampio quadro di interventi di ricapitalizzazione (promossi da enti creditizi italiani), resisi necessari per incrementare gli attuali livelli di patrimonializzazione, divenuti inadeguati nel riferimento alle indicazioni della normativa prudenziale.[110] Emerge uno scenario caratterizzato dal disinteresse degli investitori tradizionali cui fanno riscontro i tentativi di incentivazione posti in essere dagli enti creditizi per l'acquisizione di risorse che consentano un riallineamento aziendale idoneo al perseguimento degli obiettivi programmati. Ciò spiega la ragione per cui gli aumenti di capitale, per solito, prevedono un prezzo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione con uno sconto di notevole ammontare (in molti casi superiore al 30% rispetto al prezzo teorico, calcolato secondo metodologie correnti); particolarmente significativa, al riguardo, si configura l'operazione, promossa da Unicredit, di un *maxi-aumento* di capitale da 13 miliardi di euro «offerto al 38% di sconto**»,** dalla quale si evince quanto grande sia la difficoltà di attivare i tradizionali canali di finanziamento e come siano ridotte le prospettive di successo ascrivibili alle ordinarie forme di patrimonializzazione in passato praticate dagli enti

[108]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

[109]Cfr. PEROTTI – SUAREZ, *Un'assicurazione contro le crisi sistemiche*, in *Equilibri*, 2009, n. 3, p. 391.

[110]Cfr., tra gli altri, l'editoriale *Popolare Vicenza rivede l'aumento: la ricapitalizzazione sale a 1,75 miliardi*, in *IlSole24Ore* del 17 febbraio 2016, p. 24; l'editoriale *Banco Popolare alla prova dell'aumento di capitale,* in *IlSole24Ore* del 5 giugno 2016, p. 17; l'editoriale *Deutsche Bank, aumento a 11,65 euro, in IlSole24Ore* del 21 marzo 2017, p. 27.

creditizi.[111]

Consegue una situazione che vede i soci delle banche non solo esposti al rischio di perdite rivenienti da eventuali misure di risoluzione, ma anche condannati nell'immediato ad un inevitabile ridimensionamento del valore della propria quota partecipativa; ciò in quanto le predette incentivazioni (attivate dal *management* per facilitare gli esiti positivi delle operazioni di ricapitalizzazione) scaricano sugli azionisti attuali (in vista della possibile salvaguardia di coloro che diverranno, in futuro, loro soci) i costi della crisi patita dagli intermediari. Ciò evidenzia una realtà segnata da fattori destinati a causare un progressivo impoverimento del settore bancario, che denuncia in tal modo un *malessere* per il quale costituisce un'inadeguata cura il ricorso ad *alchimie* d'ingegneria finanziaria.[112]

Per una compiuta valutazione di tale realtà - come si è sottolineato in apertura di questo paragrafo - occorre raccordare gli effetti della regolazione europea sulla gestione delle crisi bancarie alle prescrizioni della nominata CRD IV, rispetto alla quale (per le motivazioni dianzi esposte) il complesso dispositivo concernente la risoluzione denota un chiaro profilo distonico. Ed invero, le evidenziate implicazioni negative della BRRD contrastano con le linee programmatiche della direttiva n. 2013/36/UE, obiettivo della quale è il rafforzamento della regolamentazione che disciplina i requisiti in materia di «fondi propri» degli enti finanziari dell'UE. E' appena il caso di far presente che in tale direttiva si ribadisce la necessità di «attribuire alle autorità competenti il compito di accertare che gli enti possiedano una buona organizzazione e dispongano di fondi propri adeguati, tenendo conto dei rischi ai quali gli enti sono o potrebbero essere esposti» (*considerando* n. 44); donde la configurabilità di un chiaro intento normativo volto a collegare alla consistenza patrimoniale degli intermediari la possibilità di migliorare la stabilità e contenere la *prociclicità* del sistema finanziario, l'una e l'altra ineludibili presupposti per la realizzazione di forme concorrenziali coe-renti

[111]Cfr. l'editoriale *UniCredit, il maxi-aumento sarà offerto al 38% di sconto*, in *IlSole24Ore* del 2 febbraio 2017, p. 27.
[112]Per taluni spunti in tal senso si v. SACCO GINEVRI, *Il conflitto di interessi nella gestione delle banche*, Bari, 2016, spec. p. 191.

con l'impianto disciplinare ipotizzato dal regolatore.

Al riguardo rilevano le riflessioni prospettate dalla dottrina con riferimento al quadro regolatorio che - avviato a fine 2010 su *input* dei *leader* finanziari del G-20 e successivamente implementato dalla più volte nominata CRD IV e dal regolamento n. 2013/575/UE (cd. CRR) - ha ridisegnato la normativa in tema di adeguatezza patrimoniale delle banche (*i.e*. le norme di Basilea III), ivi comprese le disposizioni che impongono riserve di conservazione del capitale e riserve di capitale anticicliche.[113] Sono stati in detta sede normativa fissati i presidi di una *governance* bancaria fondata sulla professionalità e sull'indipendenza degli esponenti aziendali e, al contempo, sulla individuazione di forme tecniche (coefficienti minimi di capitale, composizione del patrimonio di vigilanza e trattamento del rischio di liquidità) che assicurano la salvaguardia della stabilità; in particolare, come è stato attentamente sottolineato, è stato «previsto che il patrimonio di base sia costituito in modo preponderante (per un ammontare pari al quattro e mezzo per cento delle esposizioni totali) da *common equity* (e, dunque, da azioni ordinarie e riserve non distribuibili)».[114]

Sulla base di quanto precede risulta evidente la *discrasia*, esistente all'interno della regolazione europea, tra i criteri ordinatori della BRRD e la preesistente disciplina in materia di assetti proprietari delle banche.[115] Probabilmente il legislatore non ha valutato appieno le conseguenze della nuova normativa concernente la risoluzione sul piano della disincentivazione ad investire in quote di capitale delle società bancarie o, forse, non ha tenuto nel debito conto le differenti realtà in materia riscontrabili nei variegati Stati membri, attese le diversificate moda-

[113]Cfr., tra gli altri, CANNATA - QUAGLIARIELLO, *La riforma regolamentare proposta dal Comitato di Basilea: una visione d'insieme*, in *Bancaria*, 2010, II, p. 14 ss.; LYNGEN, *Basel III: dynamics of state implementation*, in *Harvard Int. Law J*., 2012, 53, p. 519 ss; ACCETTELLA, *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *Banca e borsa*, 2013, I, p. 462 ss; CAPRIGLIONE, *La governance bancaria tra interessi d'impresa e regole prudenziali*, in AA.VV., *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni*, Padova, 2015, p. 89 ss.

[114]Così SUPINO, *Soggettività bancaria assetti patrimoniali regole prudenziali*, cit. p. 66.

[115]Cfr. MASERA, *Verso Basilea 4: le criticità per le banche e l'economia*, in *Bancaria*, 2016, p. 2 ss.; SACCO GINEVRI, *Il recesso del socio nelle banche cooperative*, in *NGCC*, 2016, p. 1506 ss.

lità con cui questi hanno reagito alla crisi finanziaria.[116]

Per quanto concerne il nostro Paese si prospetta una situazione nella quale l'esigenza di patrimonializzazione delle banche sarà soddisfatta, come si è anticipato, previo ricorso ad 'artifici' (*rectius*: gli sconti dianzi nominati) che rendano appetibile una tipologia d'investimento altrimenti disertata ovvero a forme di partecipazione societaria effettuate da soggetti interni al settore. Più precisamente, la capitalizzazione delle banche è affidata a meccanismi finanziari (tipico esempio, al riguardo, è la costituzione del 'Fondo Atlante', FIA con quote distribuite tra diverse tipologie di operatori di mercato [quali banche, assicurazioni, fondazioni bancarie, casse di previdenza] e CDP) ovvero societari (si pensi al 'gruppo bancario cooperativo' ed al 'Fondo temporaneo' previsti dalla l. n. 49 del 2016); fattispecie nelle quali la soluzione della problematica in esame è incentrata su una logica *condivisiva* (e per certi versi *solidaristica*) che, nel primo caso, è attivata su base volontaristica e coinvolge tutti gli appartenenti al settore (attraverso la sottoscrizione delle quote del fondo),[117] mentre nel secondo è resa obbligatoria da una prescrizione di legge.[118]

Viene a configurarsi, in quest'ultimo caso, una prospettiva di relazioni economiche incrociate tra tutti gli appartenenti al settore finanziario; situazione che, nonostante possa essere considerata *regolare* su un piano giuridico formale, a ben riflettere, sostanzia una deroga al principio, di carattere generale, fissato nel dispo-

[116]La rigidità con cui vengono immobilizzate, in ambito bancario, le risorse impiegate in investimenti in capitale - unitamente agli accresciuti rischi di decurtazione di tali impieghi in conseguenza delle nuove regole sulla risoluzione delle banche (*i.e.* BRRD e normativa di attuazione) - espone inevitabilmente gli operatori creditizi all'indebolimento della loro capacità di raccogliere capitali, che verranno progressivamente dirottati verso nuove e diverse modalità di impiego (sulle quali cfr. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, cit., p. 537 ss.).

[117]Cfr. BOCCIARELLI, *Visco: Atlante, iniziativa efficace*, visionabile su *www.ilsole24 ore.com/art /notizie/2016-04-14/visco-atlante-iniziativa-efficace*, ove si riportano le parole di Visco «la Banca d'Italia accoglie questa iniziativa con favore, la vede come una risposta efficace alla difficoltà che il sistema finanziario incontra»; v. altresì l' editoriale *Visco: il fondo Atlante «risposta alle turbolenze di mercato»*, visionabile su *www.ilsole24 ore.com/art/notizie/2016-04-16/visco-fondo-atlante-rispo sta-turbolenze-mercato*

[118]Cfr. tra gli altri CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, cit., cap. VI, in particolare p. 109 ss; SUPINO, *Il cross-guarantee scheme nella riforma delle banche di credito cooperativo*, in *Riv. trim. dir. ec*., 2016, I, p. 388 ss; SABBATELLI, *La riforma della banche di credito cooperativo*, Bari, 2017, p. 95 ss e p. 139 ss.

sto dell'art. 2360 cod. civ., che - com'è noto – al fine di evitare il rischio di un potenziale annacquamento della consistenza patrimoniale delle imprese azionarie, pone il divieto di 'sottoscrizione reciproca' di azioni mediante operazioni funzionalmente collegate.[119]

Si intravede un sistema bancario nel quale il socio degli enti creditizi sarà sempre più frequentemente, a sua volta, un investitore istituzionale che raccoglie e gestisce risparmio a monte (secondo lo schema dell'*agency capitalism*); socio *sofisticato,* come può essere un fondo comune di investimento, il cui prevalente interesse nel sottoscrivere le azioni delle banche sarà quello di aumentare il patrimonio dallo stesso gestito[120], all'uopo ricercando *performance* crescenti dell'investimento effettuato.[121] Conseguono quelli che vengono definiti in letteratura «*the agency costs of agency capitalism*», espressione che esaspera la problematica dei 'costi' che devono essere pagati affinché, nell'acquisizione di capitale, venga sopportata dall'azionista effettivo l'assunzione di rischi sistemici legati all'investimento partecipativo effettuato.[122] Sono evidenti le ripercussioni negative di tale realtà sul processo di patrimonializzazione delle banche, individuabili in un aggravio delle difficoltà (*rectius*: degli oneri) connesse ad operazioni di tal genere.

[119]Come noto, l'art. 2360 c.c. vieta alle società per azioni di costituire o aumentare il capitale sociale mediante sottoscrizione reciproca di azioni, anche per il tramite di società fiduciaria o per interposta persona, al fine ultimo di impedire la moltiplicazione illusoria della ricchezza. In arg. si v. LUCARELLI, Sub *art. 2360 c.c*., in *Le società per azioni*, commentario diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2016, p. 800 ss.; BIONE, , Sub *art. 2360 c.c*., in *Società di capitali*, commentario a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 409 ss.

[120]Cfr. SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, p. 213 ss.; TROIANO, *Sub art. 40 TUF*, *in Comm. al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, I, p. 416 ss., nonché, più di recente, SACCO GINEVRI; *Proxy advisors, attività riservate e conflitto d'interessi*, in *Contr. e Impr*., 2017, p. 122 ss.

[121]La problematica dell'*agency capitalism* è stata di recente analizzata con riguardo al principio di proporzionalità tra "potere di gestione" e "rischio di impresa" nella società per azioni. In particolare se n'è analizzata la funzione a seguito dell'introduzione nel nostro ordinamento della maggiorazione del voto (art. 127-*quinquies* tuf) e delle azioni con voto plurimo (artt. 2351 c.c. e 127-*sexies* tuf), che rappresentano novità assai rilevanti per le potenzialità applicative, nonché per il profondo impatto sistematico; cfr. AA.V.V, *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, 2016, con contributi di Genovese, Lamandini, Marchetti, Montalenti, Tombari e Zoppini.

[122]In argomento per tutti cfr. GILSON e GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Columbia law review*, January 2013, p.1 ss.

Più in generale, si assiste ad un sovvertimento delle logiche sottese alla costruzione di Adolph Berle e Gardiner Means, i quali fondarono la loro ipotesi ricostruttiva della società per azioni (concernente la separazione tra proprietà e amministrazione) avendo riguardo ad un modello basato su 'azionisti diversificati', che non devono essere pagati per accettare i rischi di mercato; e ciò con l'ovvio risultato di conseguire capitale a minor costo.[123] Al presente, nel contesto fattuale determinato dalla nuova regolazione europea sulla gestione delle crisi bancarie, per le ragioni dianzi esposte, si individuano i presupposti per un crescente ridimensionamento del 'capitale diffuso' (e, dunque, diversificato) delle società bancarie; queste, in prospettiva, sono destinate a subire le implicazioni di una onerosa divergenza tra gli interventi di alcuni soggetti (investitori istituzionali) che operano nel riferimento ad obiettivi calcolati professionalmente ed altri (minoritari) orientati ad acquisire con mero intento proprietario la partecipazione in un ente creditizio.[124]

10. L'intrinseca complessità della disciplina in esame e le conseguenti difficoltà interpretative emergono appieno in occasione della 'triste storia' del salvataggio di quattro banche in amministrazione straordinaria, sulla quale mi sono intrattenuto in altra sede, evidenziando il carattere problematico delle misure adottate dal Governo italiano.[125] Ci si riferisce, in particolare, alla soluzione adottata con riguardo alla «crisi di quattro banche in amministrazione straordinaria: Banca Marche, Banca popolare dell' Etruria e del Lazio, Cassa di

[123]Ci si riferisce al noto studio di Berle e Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932, nel quale si rinvengono i principi base del moderno managerialismo, principi desunti dall'analisi della diffusione della proprietà nelle grandi *corporations* statunitensi. Dalla valutazione degli effetti dell'azionariato diffuso, che aveva condotto alla separazione fra proprietà e controllo, si addiviene quindi alla personificazione dell'organizzazione dell'impresa, la quale è vista come un soggetto capace di prendere decisioni in vista di puntuali obiettivi, tra i quali spicca la massimizzazione dell'esito.

[124]Cfr. SACCO GINEVRI, *The Corporate Interest of Banking Entities*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, dicembre 2016, p. 1 ss..

[125]Cfr. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del 'diritto dell'economia': il difficile equilibrio tra politica e finanza*, cit., p. 560 ss; ID., *Luci ed ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi*, in *Aperta contrada*, 17 febbraio 2016; ID., *Nuova finanza e sistema italiano,* cit., p. 154 ss.

risparmio di Ferrara, Carichieti»;[126] tale so-luzione ha richiesto la collaborazione del Governo, che è intervenuto con il decreto legge n. 183/2015, 'recante disposizioni urgenti per il settore creditizio'.

Pur comprendendo gli ostacoli incontrati dalle autorità di settore nel passaggio dal previgente sistema 'per procedure' (*i.e.* amministrazione straordinaria e liquidazione c.a.) ad un meccanismo 'per strumenti', in passato ebbi modo di sollevare notevoli perplessità in ordine alla *particolarità* di tale operazione. Nel riferimento all'applicazione di alcune tecniche procedimentali tipicamente proprie della 'risoluzione', quali la *bad bank* e la *bridge bank* previste dalla BRRD - attuata a fine 2015 con sorprendente tempestività allo scopo di concluderla entro l'anno, sì da sottrarre gli enti creditizi interessati alle intemperie di un temuto *bail-in* -, richiamai taluni aspetti problematici di tale vicenda che, a mio avviso, consentivano di dubitare della effettiva possibilità di riuscire a coniugare (in tempi congrui) la modifica delle realtà strutturali delle banche di cui trattasi con i nuovi schemi ordinatori imposti dall'Europa.

Tali dubbi afferivano alla: (*i*) circostanza che il 'Fondo di risoluzione nazionale', amministrato dall'«Unità di risoluzione della Banca d'Italia», era intervenuto con mezzi finanziari conseguiti *inizialmente* per intero con la *leva* (al di là, quindi, degli ordinari criteri e limiti che ne connotano l'applicazione); (*ii*) assunzione da parte della Cassa Depositi e Prestiti di un impegno di sostegno finanziario in caso di incapienza del Fondo alla data di scadenza del finanziamento; (*iii*) ipotizzabile responsabilità dei commissari i quali, nel corso della gestione commissariale, non hanno impedito il progressivo deterioramento patrimoniale di tali enti creditizi (donde le conseguenze dirompenti della valutazione effettuata ai sensi dell'art. 23 del d.lgs. n. 180 del 2015, alla quale è stato ricollegato il 'programma di risoluzione' formulato nei provvedimenti emanati dalla Banca d'Italia il 21 no-

[126]Cfr. il documento della Banca d'Italia "*Informazione sulla soluzione delle crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Carichieti e Cassa di risparmio di Ferrara*", visionabile su *www.bancaditalia.it/media/ approfondimenti /documenti/info-banche-it.pdf* .

vembre 2015).[127]

Probabilmente, come sottolineavo in precedenza, l'autorità di settore - a tacer d'altro - non ha calcolato con esattezza i tempi delle procedure e si è trovata a dover assumere tempestive decisioni a ridosso della scadenza dei termini per l'applicazione della normativa di recepimento della direttiva 2014/59/UE e del Reg. 806/2014. Da qui l'adozione di linee comportamentali che mi apparivano poco convincenti, specie se si tiene conto del fatto che lo svolgimento dell'*iter* procedimentale in parola è stato, forse, condizionato da *improprie* modalità di recepimento nella regolazione nazionale di alcune disposizioni della citata dir. 2014/59/UE. Ci si riferisce, in particolare, alla statuizione in cui si fissa il criterio per la 'valutazione delle attività e passività' ai fini della risoluzione, la quale ai sensi dall'art. 36, comma primo, della direttiva n. 2014/ 59/UE deve essere «equa, prudente e realistica» e demandata a «una persona indipendente da qualsiasi autorità pubblica, compresa l'autorità di risoluzione»; laddove il legislatore nazionale nell'art. 23 del d.lgs. n. 180 del 2015, riguardante per l'appunto la valutazione testé menzionata, ha disposto che quest'ultima «è effettuata su incarico della Banca d'Italia da un esperto indipendente, ivi incluso il commissario straordinario nominato ai sensi dell'articolo 71 del Testo Unico Bancario». Seguono ampie perplessità, specie ove si abbia riguardo al disposto del successivo art. 26, comma secondo, nel quale si rinviene la precisazione, di dubbia legittimità costituzionale, che limita la «tutela giurisdizionale contro la valutazione».[128]

I piani di intervento (concernenti la separazione, per ciascuna di tali banche, della parte "buona" da quella "cattiva", nonché le modalità di ricostituzione del capitale delle medesime) - al fine di essere giudicati dalla Commissione europea conformi alla normativa UE in materia di aiuti di Stato - hanno previsto il ricorso al

[127]Cfr. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del 'diritto dell'economia': il difficile equilibrio tra politica e finanza*, cit., p. 561

[128]Cfr. art. 26, secondo comma, del d.lgs. n. 180 del 2015: «Non è ammessa tutela giurisdizionale contro la valutazione, finché non è stata adottata la decisione di cui al comma 1. Davanti al giudice amministrativo non è ammessa tutela au-tonoma contro la valutazione, ma essa può essere oggetto di contestazione solo nell'ambito dell'impugnazione della de-cisione, ai sensi dell'art. 95».

'Fondo di risoluzione nazionale', amministrato dall'«Unità di risoluzione della Banca d'Italia», a carico del quale è stato posto l'onere di capitalizzare le 'nuove banche', derivate dall'operazione di salvataggio. Ciò facendo ricorso alla «liquidità … anticipata da tre grandi banche (Banca Intesa Sanpaolo, Unicredit e UBI Banca), a tassi di mercato e con scadenza massima di 18 mesi»;[129] finanziamento reso necessario dall' attivazione del Fondo in un momento antecedente al conseguimento dei contributi ad esso dovuti dalle banche, ai sensi dell'art. 82 del d. lgs. n.180 del 2015.

Si è in presenza di un'operazione caratterizzata dalla preoccupazione (che ha mosso l'autorità di settore ed il Governo) di evitare che la scure del *bail-in* potesse abbattersi *indistintamente* sulla categoria dei creditori (con depositi superiori ai 100 milaeuro); da qui la forzatura che ne connota la realizzazione, velandola di opacità e sostanziale contraddizione rispetto alle logiche di mercato (che avrebbero dovuto contraddistinguere le tecniche di risoluzione cui si è fatto ricorso). Non a caso, all' indomani di tale salvataggio, sollevavo alcuni dubbi connessi alla circostanza che il Fondo era intervenuto «con mezzi finanziari conseguiti inizialmente per intero con la *leva* (applicata, quindi, al di là degli ordinari criteri e limiti che assicurano la stabilità dei suoi beneficiari)».[130] Ciò, mi induceva a paventare un futuro poco rassicurante per tali malcapitate banche, avendo riguardo alle incertezze in ordine alla possibilità di realizzare un effettivo recupero dei contributi versati al Fondo attraverso le operazioni di dismissione; per cui prospettavo una situazione poco chiara allo scadere del prestito sopra menzionato, anche in ragione della notizia - all'epoca diffusa dalla stampa specializzata - secondo cui, in base ad un «comunicato di Intesa», era configurabile nella fattispecie un preciso ruolo interventistico della Cassa Depositi e Prestiti, la quale avrebbe «assunto un impegno di sostegno finanziario in caso di incapienza

[129]Cfr. il documento della Banca d'Italia "*Informazione sulla soluzione delle crisi* … , cit

[130]Cfr. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del 'diritto dell'economia': il difficile equilibrio tra politica e finanza*, cit., p. 561

del Fondo alla data di scadenza del finanziamento».[131]

Al presente, a distanza di oltre un anno dalla vicenda testé richiamata, valutando le difficoltà incontrate nel tentativo di attuare (in conformità alle regole del mercato) la cessione delle quattro banche sottoposte a risoluzione ad altri appartenenti al settore, nonché le modalità con cui la medesima è stata infine realizzata (*i.e*. a costo zero per gli enti acquirenti),[132] le perplessità in passato prospettate hanno trovato piena conferma[133]. A ben considerare - nonostante parte dell'onere finanziario sia stato posto a carico degli azionisti delle quattro banche e dei titolari dei prestiti subordinati -, sul piano delle concretezze, la sostenibilità finanziaria dell'operazione è stata rimessa al sistema creditizio che è stato chiamato ad una contribuzione a favore del 'Fondo di risoluzione' fornendo a quest'ultimo la liquidità necessaria per poter operare;[134] ciò con conseguenze che potranno ripercuotersi sui risparmiatori/investitori che intrattengono rapporti con le banche che hanno dovuto finanziare l'organismo in parola, come puntualmente

[131]Cfr. l'editoriale pubblicato da *la Repubblica* del 23 novembre 2015, col titolo *Salva banche, arrivano i nuovi* manager. *La Cdp garantisce il finanziamento*, visionabile su *www.repubblica.it/ economia/finanza/2015/11/ 23/news/ banche_intesa-127966799*.
L'evenienza di un intervento della Cassa Depositi e Prestiti si prestava verosimilmente a critiche volte a ricondurre agli «aiuti di Stato » l'operazione in parola, come si evince da talune puntualizzazioni formulate dalla stampa estera; cfr. in particolare l'articolo pubblicato, in data 23 novembre 2015, dal *Financial Times* col titolo *Italy squares up to bad loans problem with bank resolution deal*, ove si precisa: « *Italy has used a controversial state guarantee to rush through the rescue of four banks before EU "bail-in" rules come into force next year* ». Sul punto va segnalato anche l' atteggiamento poco lineare tenuto dalla Commissione europea , la quale - come spesso ha sottolineato la stampa specializzata usa «due pesi e due misure » nelle decisioni concernenti le banche del nostro Paese e quelle di altri Stati membri dell'Ue (cfr. l'editoriale intitolato *Banche UE: due pesi e due misure per i salvataggi in Italia e in Portogallo*, in *Firstonline.info*).
[132]Cfr. MARTINELLI, *La sofferenza delle banche italiane, in attesa del salvataggio pubblico*, in *Altreconomia* del 2 gennaio 2017, visionabile su *https://altreconomia.it/la-sofferenza-delle-banche-italiane-attesa-del-salvataggio-pubblico*, ove si sottolinea che «a un anno dalla "risoluzione", non è stata ancora completata la cessione delle 4 "good bank" nate dalle ceneri di Banca Marche, Etruria, Carife e CariChieti»; cfr., altresì, ONADO, *Tre banche un soldo*, in *http://www.lavoce.info* del 13 gennaio 2017.
[133]Significative, al riguardo, appaiono le recenti affermazioni del Governatore della Banca d'Italia riguardanti il «processo laborioso e complesso» della procedura di *cessione* di tali banche, cfr. *Relazione* della Banca d'Italia per l'anno 2016, *Considerazioni finali*, p. 20.
[134]Cfr. BOCCIARELLI, *Quattro banche «buone» e una «cattiva». Come funziona il salvataggio e chi paga*, visionabile su *www.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-11-22/quattro-banche-buone-e-cattiva-ecco-come-funziona-salvataggio-4-popolari-e-chi-paga*, ove si precisa che «il carico finanziario ricade … in prevalenza sul complesso del sistema bancario italiano».

ha sottolineato la stampa specializzata.[135]

Dette perplessità non vengono meno, a mio avviso, a seguito della recente sentenza del TAR Lazio n. 166/2017, nella quale il Collegio decidente – nel dichiarare di non poter omettere di «tenere conto del costante orientamento giurisprudenziale … per cui gli atti posti in essere dalla Banca d'Italia nell'attività di vigilanza, costituiscono esplicazione di potere amministrativo caratterizzato da *discrezionalità tecnica*» – ha respinto il ricorso presentato dalla Fondazione Cassa di Risparmio di Ferrara per l'*annullamento*, tra l'altro, del provvedimento del 21 novembre 2015 della Banca d'Italia, approvato dal Ministero dell'economia e delle finanze con decreto del 22 novembre 2015, di avvio della risoluzione della Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.a., in amministrazione straordinaria, ai sensi dell'art. 32 del d.lgs. 180/2015.

Al riguardo, va in primo luogo sottolineato che tale decisione riflette un consolidato indirizzo della giurisprudenza, da molti anni appiattita su un'acritica adesione agli orientamenti delle amministrazioni di controllo del settore, le quali – come è dato desumere, tra l'altro, da puntuali analisi statistiche predisposte dalla stessa Banca d'Italia[136] – solo in rarissimi casi hanno visto l'adozione di provvedimenti giurisdizionali contrari alle determinazioni da esse assunte.

Passando, poi, all'esame delle forme esplicative della 'discrezionalità tecnica', cui fa riferimento la menzionata sentenza, c'è da chiedersi quale sia l'effettivo ambito entro cui è consentito all'amministrazione di esaminare fatti o situazioni rilevanti per l'esercizio del relativo potere. In altri termini, occorre domandarsi se l'autorità pubblica possa estendere la sua azione fino a ricomprendere in essa anche i cd. piani di *razionalizzazione sistemica*, che verosimilmente sembrano a fondamento dell' intervento di salvataggio di cui si

[135]Cfr. l'editoriale intitolato *Così i correntisti pagheranno il salvataggio delle banche fallite*, visionabile su *www.iltempo.it /home/2016/10/21/news/bancaetruria-cosi-i-correntisti-pagheranno-il-salvataggio-delle-banche-fallite*, ove si precisa: «in perfetto stile italiano, c'è chi ha deciso di farla pagare (almeno in parte) ai propri clienti. Come? Semplice, aumentando i costi di gestione dei conti correnti».

[136]Cfr. i dati al riguardo pubblicati sul sito della Banca d'Italia, visionabili su *www.bancaditalia.it/ chi-siamo/ provve-dimenti/index.html*

discute.

E', questa, un'ipotesi interpretativa che trova conferma nella circostanza che l'autorità di settore non ha dato alcun riscontro, a livello autorizzativo, all'intenzione dell'assemblea straordinaria degli azionisti di Carife (tenutasi in data 30 luglio 2015) di procedere alla copertura delle perdite, previo integrale utilizzo delle riserve iscritte nella situazione patrimoniale al 31 marzo 2015, con conseguente riduzione del capitale sociale e contestuale aumento riservato al FITD.[137] Si è, dunque, in presenza di un contesto fattuale caratterizzato dallo stretto raccordo tra il mancato rilascio del provvedimento abilitativo di cui all'art. 19 tub e la attivazione della procedura di risoluzione (avvenuta poco tempo dopo l'assemblea straordinaria). Pertanto, nonostante la consapevolezza che nella fattispecie l'orientamento della Commissione UE abbia svolto un ruolo determinante, sorgono giustificati dubbi in ordine al comportamento dell'autorità, la quale non si è espressa nei *termini* previsti dalla normativa; per cui il TAR Lazio ha potuto motivare la sua decisione (contraria alla tesi della Fondazione di Cariferrara) solo nel riferimento alla mancata possibilità «in assenza di esplicita previsione normativa (che lo preveda) … di estendere alla fase svolta in sede europea gli stessi istituti previsti, dalla disciplina nazionale, di cui alla l. 241/1990 e tra questi l'istituto del silenzio assenso».[138] Da qui la *stranezza* che connota questa vicenda; stranezza che appare ancor più evidente ove si abbia riguardo alla diversità di trattamento riservata dall'autorità di settore ad altre banche fortemente sottocapitalizzate (come la Popolare di Vicenza).

[137]Tale intenzione di Carife era confortata da una perizia - menzionata nella sentenza del TAR Lazio - del professor Enrico Laghi dell'Università di Roma, asseverata da una società di revisione, nella quale si accertava che il capitale esistente a seguito di tale operazione (che vedeva il valore delle azioni ridotto a € 0,27 cadauna) era pari a € 11.365.841,97.

[138]Cfr. ROSSANO D., *Di tutta l'erba un fascio: il caso Carife e delle altre tre banche*, in *Riv. trim. dir, econ*., 2017, II, p. 10 ss, ove si manifestano perplessità in ordine alle «valutazioni … in base alle quali la Banca d'Italia ha accertato perdite di tale gravità da giustificare l'avvio di una procedura di risoluzione», in quanto le contestazioni avanzate dai ricorrenti sono state, in parte, condivise dal TAR secondo cui risulta «innegabile che la valutazione della situazione di crisi effettuata seguendo ... stringenti criteri ha comportato nuove svalutazioni tali da determinare un considerevole aggravio delle perdite e che tali svalutazioni sono poi state sostanzialmente confermate dalla valutazione definitiva» (p. 20).

Ciò posto, si ritiene necessario, per chiarezza d'indagine, ricordare la sentenza 14 luglio 2016 del Tribunale di Chieti, dalla quale emerge uno scenario caratterizzato da profili di significativa incoerenza nell'applicazione della procedura di risoluzione.[139] Particolari, infatti sono le considerazioni del Tribunale il quale - muovendo dalla constatazione che non risultano «in atti… elementi che consentano di affermare l' esistenza di uno stato di insolvenza al momento dell'avvio della risoluzione» - tiene a puntualizzare che le «perdite sono esito (anche ma soprattutto e prevalentemente) delle rettifiche di valore netto su crediti, risultanti in sede di valutazione provvisoria»; donde la conclusione che «la condizione patrimoniale della banca… (è) … peggiora(ta) … nel corso dell'amministrazione straordinaria».[140] Da qui la configurabilità di una realtà che, a tacer d'altro, sorprende con riguardo alla individuazione delle cause cui, sul piano delle concretezze, è stata ricondotta la situazione di dissesto riscontrata nella banca destinataria del programma di risoluzione (cause di certo non identificabili nella carente consistenza economico patrimoniale [dell'azienda creditizia] esistente al momento del commissariamento);[141] realtà sulla quale incide in maniera significativa la notizia, fornita dalla stampa, dell'avvio di indagini da parte della magistratura penale per i fatti sopra richiamati.[142]

Del resto, lo stesso legislatore italiano, recentemente in sede di conversione del decreto legge 23 dicembre 2016, n. 237, ha disposto - probabilmente nell'intento di porre un qualche rimedio alla *sperequazione* ravvisabile nel trattamento riservato ai risparmiatori delle quattro banche sottoposte a procedura di ri-

[139]Se ne veda il testo pubblicato in *Riv. trim. dir. ec*. 2016, II, p. 128 ss, con nota di LEMMA, *Razionalizzazione sistemica e risoluzione delle crisi bancarie (quando l'intervento autoritativo causa incertezza del diritto).*

[140]Tale realtà fattuale si colora, poi, di ombre allorquando nelle sentenza viene evidenziato che, «nonostante ulteriori rettifiche dei commissari per circa 212 milioni, al 30/9/2015, gli stessi commissari rilevavano … (l'esistenza di un) …patrimonio netto positivo ancora per € 68 milioni»; precisazione la cui gravità risalta in tutta la sua evidenza ove se ne raccordi la portata alla successiva affermazione del Tribunale «le stime di rettifiche di valore su crediti deteriorati … determinate nella comunicazione del 20/11/2015 della Carichieti … non sono verificabili».

[141]Ciò in quanto, come si evince dalla motivazione del provvedimento di amministrazione straordinaria, quest'ultimo non venne adottato per «gravi perdite patrimoniali».

[142]Cfr. COLANTONIO, *Bancarotta ex Carichieti, indagati i due commissari*, in *Il Centro* del 8 dicembre 2016.

soluzione - la riapertura dei termini per poter accedere all' *indennizzo* forfettario del corrispettivo pagato per l'acquisto di strumenti finanziari coinvolti nelle procedure di risoluzione suddette (art. 26 *bis*, comma 3,della legge 17 febbraio 2017, n. 15).

11. Come si è avuto modo di sottolineare in precedenza, criterio fondante della BRRD è quello di evitare il più possibile il ricorso a forme di sostegno finanziario pubblico straordinario nei casi di crisi bancarie (art. 31, paragr. 2, lett. *c,* della direttiva n. 2014/59/UE ed art. 14 del Regolamento n. 806 del 2014); pertanto il ricorso ad esso è in via di principio escluso ad eccezione di taluni casi tra i quali va annoverata la necessità di «evitare o rimediare a una grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro e preservare la stabilità finanziaria» (art. 32, paragr. 4, lett. *d*, della BRRD). La *ratio* di tale orientamento normativo è la salvaguardia del sistema concorrenziale, che potrebbe essere falsato o minacciato in presenza di «aiuti concessi dagli Stati, ovvero mediante risorse statali, sotto qualsiasi forma», in grado di favorire talune imprese o talune produzioni (art. 107 TFUE, paragr. 1); donde la loro limitata compatibilità con il 'mercato interno' ammessa, in deroga al principio generale, solo in talune fattispecie, puntualmente individuate dal regolatore europeo, le quali sono suscettibili di estensione ad «altre categorie di aiuti, determinate con decisione del Consiglio, su proposta della Commissione».[143]

Il complesso dispositivo testé richiamato ha dato luogo ad una composita

[143]In argomento cfr. tra gli altri GEBSKY, *Competition First? Application of State Aid Rules in the Banking Sector*, in *Competition Law Review*, 2009, p. 89 ss; TESAURO, *Diritto dell'Unione Europea*, Padova, 2012, *passim*; ARGENTATI, *Sistemi di garanzia dei depositi e crisi bancarie: c'è aiuto di Stato?,* in *Mercato concorrenza regole*, 2015, p. 315ss; MARCUCCI, *Aiuti di Stato e stabilità finanziaria. Il ruolo della Commissione europea nel quadro normativo europeo sulla gestione delle crisi bancarie*, in AA.VV., *L'unione bancaria europea,* cit., p. 291 ss; CANEPA, *Dai salvataggi bancari ai crediti deteriorati: la complessa applicazione delle regole sugli aiuti di stato fra flessibilità e rigidità*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2016, 3, p. 258 ss*;* LENER, *Risoluzione e aiuti di Stato. Alcuni orientamenti della Commissione Europea a confronto,* in *Anal. Giur. Econ.*, 2016, 2, p. 581 ss.*;* ROSSANO D., *Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, *passim*, p. 1 ss.

problematica legata all'orientamento seguito dalla Commissione, la quale - nel presupposto che ogni trasferimento di risorse ad imprese o settori deve ritenersi incompatibile con i Trattati in quanto potenziale causa di alterazione degli equilibri di mercato - ha valutato in maniera restrittiva la possibilità di concedere *aiuti* alle banche «pur non escludendo in linea di principio l'eventualità di un'applicazione della deroga… in presenza di una crisi sistemica».[144] Conseguentemente, la dottrina ha riconosciuto a tale istituzione UE un ruolo determinante nel preservare la concorrenza, obiettivo perseguito attraverso l'emanazione di una serie di comunicazioni a partire dal 2008, delle quali di certo la più significativa è quella del 2013, che prescrive i criteri da applicare nelle valutazioni in parola. Trattasi di una funzione i cui ambiti, poco prima della emanazione della BRRD, sono stati puntualizzati nella comunicazione da ultimo menzionata, la quale ha fissato i criteri cui è subordinata l'autorizzazione delle operazioni in parola (dimostrazione della sussistenza di un *deficit* di capitale [non risolvibile in via autonoma da parte dell'ente creditizio] e presentazione di un dettagliato *capital raising plan*, ad eccezione dei casi in cui l'autorità di supervisione confermi l'esistenza di un *deficit* di capitale non rimediabile con risorse private); ciò nel riferimento ad un significativo esercizio dei poteri discrezionali spettanti a detto organismo europeo.[145]

A ben considerare, la normativa in materia di aiuti di Stato riflette una logica sostanzialmente analoga a quella che supporta la tecnica del *bail-in* esaminata in precedenza, sicchè può dirsi che quest'ultima è stata da essa per certi versi anticipata. Ed invero, in un contesto disciplinare carente di forme 'centralizzate' di gestione delle crisi bancarie, come è stato acutamente osservato in letteratura, «il

[144]Così LIBERATI, *La crisi del settore bancario tra aiuti di Stato e meccanismi di risanamento e risoluzione*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2014, p. 1339 ss.
[145]Cfr. COMMISSIONE UE, *Comunicazione* 1° agosto 2013, relativa all'applicazione delle norme in materia di «aiuti di Stato», alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (doc. n. 2013/C 216/01); in dottrina cfr., tra gli altri GALEAZZO - DE CESARI, *La Commissione UE e le crisi degli enti creditizi e delle imprese di investimento*, in *Fall. proc. concor*., 2016, p. 620 ss; INZITARI, *Crediti deteriorati (NPL), aiuti di stato nella BRRD e nella comunicazione sul settore bancario del 30.7.2013 della Commissione europea*, in *Banca e borsa*, 2016, I, p. 641 ss.

controllo sugli aiuti di Stato era … l'unico strumento di coordinamento a livello europeo per il salvataggio e la ristrutturazione delle banche in difficoltà»;[146] controllo svolto in modalità rigorose dalla Commissione che ha ristretto la possibilità del ricorso a 'fondi pubblici' e, dunque, ridimensionato al massimo l'applicazione del principio del cd. *bail out* (formula interventistica che, come si avuto modo di precisare, a lungo ha guidato la realizzazione dei salvataggi bancari). A ciò si aggiunga la particolare attenzione dedicata dalla regolamentazione in parola al tema della 'condivisione degli oneri da parte degli azionisti e dei creditori subordinati' (il cd. *burden sharing*);[147] prescrizione che - come ha sottolineato la stessa Commissione - , al fine di legittimare eventuali interventi a supporto di soggetti bisognevoli, richiede agli azionisti, ai detentori di 'capitale ibrido' ed agli obbligazionisti di «contribuire a ridurre la carenza di capitale nella massima misura possibile».[148]

Più in particolare, la Commissione - nel ribadire la conformità del criterio di 'condivisione degli oneri' al diritto dell'UE - ha stabilito una sostanziale equiparazione tra i variegati strumenti finanziari che concorrono nella formazione del patrimonio degli enti creditizi; donde la conseguenza di accomunare, sul piano degli effetti della intervenuta 'condivisione', gli azionisti e i detentori di capitale subordinato delle banche (destinatarie di un programma di misure d'aiuti). Si è stabilito, per tal via, un criterio ordinatore che, se appare pacifico nell'ascrivere alle azioni peculiare centralità nella scala dei valori mobiliari destinati al soddisfacimento delle esigenze di capitale di primaria qualità, suscita invece perplessità con riguardo al cennato inquadramento dei 'prestiti subordinati'; ciò, nonostante che la regolazione speciale li annoveri tra le consistenze patrimoniali destinate alla costituzione dei vincoli di adeguatezza necessari per conformare gli intermediari bancari agli orientamenti di Basilea III (e, dunque, all' adozione degli *standard*

[146]Cfr. MARCUCCI, *Aiuti di Stato e stabilità finanziaria. Il ruolo della Commissione europea nel quadro normativo europeo sulla gestione delle crisi bancarie*, cit., p. 294.
[147]Cfr. CAPRIGLIONE e MASERA, *La* corporate governance *delle banche: per un paradigma diverso*, in *Riv. trim. dir. econ.*, cit., p. 320.
[148]Cfr. COMMISSIONE UE, *Comunicazione* 1° agosto 2013, cit., paragr. 41.

tecnici da quest'ultima predisposti).[149]

Ne consegue una complessa problematica in ordine alla identificazione dei casi in cui possa essere effettuata la concessione di *aiuti,* che devono comunque essere disposti sulla base di accertamenti che attestino l'esistenza di una situazione di crisi dalla quale (in caso di mancato ripristino della capitalizzazione dell'ente bancario in difficoltà) potrebbero derivare effetti negativi sulla stabilità dell'intero sistema creditizio (con ovvie, conseguenti ripercussioni sull'economia reale).[150]

Da qui talune perplessità in ordine alle concrete modalità applicative di tale regolazione, accentuate dall'interpretazione a quest'ultima data dalla Commissione europea, ribadendo che «qualsiasi aiuto di Stato concesso deve essere in linea con le norme UE sugli aiuti di Stato e con la BRRD, a prescindere dal fatto che i fondi provengano dal fondo nazionale di risoluzione, dal sistema di garanzia dei depositi o dall'intervento diretto dello Stato».[151] Scenario che rivela appieno la sua problematicità ove si tenga conto di talune differenti processi valutativi seguiti dalla Commissione che ha consentito ad alcuni Stati membri di fruire, in tempi immediatamente successivi alla crisi del 2007, di trattamenti in epoca recente negati ad altri. Significative, in proposito, sono le indicazioni da essa stessa fornite precisando che «fra il 2008 e il 31 dicembre 2010 sono stati effetti-

[149]E' indubbio che i *prestiti subordinati* - pur collocandosi all'interno di un'innovativa tecnica di finanziamento della realtà aziendale (disancorata dalla tradizionale concezione che ne riconduce l'essenza ad una condivisione del rischio d'impresa) - devono essere separati e tenuti distinti da quanto ordinariamente viene appostato in bilancio come 'capitale sociale'.
Sicché, i titolari di siffatti prestiti non hanno alcuna possibilità d'influenzare la gestione; ciò con la conseguenza che la loro partecipazione dovrebbe rilevare solo parzialmente nel computo dei mezzi patrimoniali del soggetto bancario; realtà giuridica per certi versi analoga a quella degli strumenti ibridi di partecipazione (esclusi dalla riconducibilità ad una voce di 'capitale') sulla base del diverso ordine di rimborso delle fonti di finanziamento. Sul ricorso ai prestiti subordinati alfine di raggiungere livelli di capitalizzazione più elevati cfr. RESTI, *Bank subordinated debt: a source of capital for lenders or a source of concern for retail investors?*, in *Ban. Impr. Soc*, 2016, p. 21 ss; sulla peculiarità giuridica dei cd. strumenti ibridi di partecipazione e sul loro utilizzo per il ripianamento delle perdite v. tra gli altri CAPRIGLIONE, *Disciplina delle partecipazioni bancarie e sottoscrizione di «strumenti finanziari partecipativi»*, in *Banca e borsa*, 2007, I, p. 236ss; LAMANDINI, *Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite*, in *Le società*, 2016, p. 977 ss.
[150]Cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, cit., p. 83 ss.
[151]Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Scheda informativa su «Aiuti di Stato a favore della banca italiana Tercas e del settore finanziario in generale*, Bruxelles, 23 dicembre 2015.

vamente utilizzati 1608 miliardi di euro a sostegno delle istituzioni finanziarie…(fermo restando che) …il 60% degli aiuti complessivi utilizzati è stato destinato a tre Stati membri: l'Irlanda (25%), il Regno Unito (18%) e la Germania (15%)»;[152] dato che segnala un'evidente situazione sperequata all'interno dell'UE nel riparto degli interventi in parola.

Per quanto concerne in particolare la situazione del nostro Paese, è evidente come, a fronte delle note difficoltà in cui versano importanti istituti bancari, *in primis* il Monte dei Paschi di Siena, la Commissione sia stata indotta per coerenza (e, dunque, per evitare palese contraddittorietà rispetto a posizioni da essa assunte nel passato) a consentire il *salvataggio* di quest'ultimo previo intervento straordinario dello Stato italiano; indubbiamente tale orientamento è giustificato dalla sussistenza delle condizioni previste dalla normativa UE per la concessione degli aiuti di Stato[153].

Rilevanti sul punto sono vuoi la richiamata sentenza del 19 luglio 2016 della Corte di Giustizia europea che reca un'apertura all'ammissibilità di *deroghe* nell'adozione di misure volte a ripristinare la situazione patrimoniale delle banche (che denunciano gravi carenze al riguardo), vuoi il tenore del menzionato decreto n. 237 del 2016, contenente misure sulla liquidità e sul patrimonio delle banche. La coerenza del provvedimento assunto dal Governo italiano con le prescrizioni normative che disciplinano la possibilità di eccezioni al divieto di *aiuti* di Stato ha consentito di realizzare una favorevole conclusione dell'annosa questione di MPS, segnata dal fallimento della complessa operazione di conversione (volontaria) in azioni dei *bond* subordinati emessi da tale istituto[154]. Resta ancora insoluta la problematica della ricapitalizzazione di altre banche italiane in difficoltà le quali,

[152] Cfr. tra gli altri il *comunicato stampa* della Commissione europea IP/11/1488 del dicembre 2011, nel quale si puntualizza l'ammontare degli «aiuti nazionali a favore del settore finanziario effettivamente utilizzati dalle banche tra l'ottobre 2008 e il 31 dicembre 2010» (p. 1).

[153]Cfr. l'editoriale di DAVI e TROVATI, pubblicato in *Sole24ore* del 3 giugno 2017, col titolo "*Mps pronta la* road map; *quotazione in pista per luglio*", nel quale sono indicati i termini della ricapitalizzazione e viene precisato che tale operazione è subordinata «all'approvazione del piano di ristrutturazione ... (da parte) ... delle Autority europee».

[154]Sul punto cfr. ROSSANO D., *Il decreto "salva risparmio" e la vicenda MPS*, in *dirittobancario.it* del 24 dicembre 2016.

ovviamente, dovranno procedere ad un loro pronto adeguamento alle indicazioni previste dalla normativa europea (*i.e*. predisposizione di un piano di ristrutturazione ed osservanza del *burden sharing*) per accedere alle misure di carattere cautelativo e temporaneo di cui trattasi.

Da quanto precede risulta evidente come solo una politica interventistica della Commissione fondata su equilibrate valutazioni in ordine alla possibilità di concedere *aiuti* alle banche corrisponda all'esigenza di assicurare la stabilità complessiva del sistema finanziario europeo; laddove discriminazioni e ingiustificate restrizioni appaiono decisamente contrarie alla finalità di un'integrazione fondata sul rispetto dei principi di mercato e dei meccanismi concorrenziali.

12. Le considerazioni sin qui esposte hanno cercato di evidenziare le 'luci' e le 'ombre' che caratterizzano la nuova regolazione delle crisi bancarie. A fronte della necessità di pervenire, in ambito UE, ad un più omogeneo complesso disciplinare della materia, il legislatore è addivenuto ad un sistema normativo particolarmente complesso, che - con specifico riguardo alla realtà del nostro Paese - si pone in netta antitesi con le pregresse modalità di gestione delle patologie aziendali creditizie. Ciò, di certo, è causa di incertezze interpretative che non lasciano intravedere una facile realizzazione degli obiettivi avuti di mira dai vertici UE.

In particolare, il rigido contenimento di interventi di salvataggio operati con il concorso di «denaro pubblico» - nel quale si riflettono le diffidenze di alcuni Stati membri verso altri ritenuti poco attenti nell'incremento della 'spesa' - ha fatto prevalere un meccanismo di risoluzione che è ispirato alla logica della salvaguardia dei valori aziendali (*i.e*. avviamento e livelli occupazionali) ed ascrive al *mercato* una funzione riequilibratice, al presente non ancora ipotizzabile attesa la sostanziale mancanza di presupposti fattuali in grado di assicurare detta auspicabile prospettiva.

Forse non sono ancora maturi i tempi per l'introduzione di schemi disciplinari che fanno assegnamento su un'elevata conoscenza, da parte dei

depositanti/ investitori, dei livelli di rischio cui sono esposti nel loro *agere*; realtà, questa, gravida di conseguenze negative a carico dei risparmiatori, soprattutto in un sistema caratterizzato dalla frequente assenza di un adeguato senso di responsabilità degli intermediari finanziari (spesso mossi unicamente dall'intento di incrementare i loro profitti). Non a caso la Banca d'Italia, come si è detto in precedenza, prima dell'entrata in vigore della nuova disciplina, aveva avanzato la richiesta di «rinviare … (l'applicazione del *bail-in*) … al 2018»,[155] a fronte della necessità (rappresentata da alcuni autorevoli studiosi) di «una norma transitoria che esentasse l'Italia dal *bail-in* per un periodo temporaneo (12-18 mesi)».[156]

La tardiva presa d'atto di un opportuno, indispensabile «passaggio graduale e meno traumatico» al nuovo sistema normativo, manifestata dallo stesso Governatore Visco, conferma il quadro prospettico testé delineato e le sue possibili implicazioni critiche (non essendo stato consentito «ai risparmiatori di acquisire piena consapevolezza del nuovo regime e di orientare le loro scelte di investimento in base al mutato scenario»).[157] In tale contesto, assumono specifico rilievo i limiti insiti nel meccanismo di risoluzione previsto dalla BRRD e dal SRM, cui vanno aggiunti i dubbi risultati di un modello disciplinare fondato sulla 'prevenzione' e sulla difficile distinzione/separazione tra «supervisione» e «risoluzione»; esiti problematici che si completano avendo riguardo all'incidenza della nuova regolazione sul paradigma della *governance* bancaria e sulla ri-definizione degli assetti proprietari delle banche (donde gli aspetti contraddittori tra tale normativa e quella della precedente CRDIV).

Per vero, forme di incondizionata prevenzione rischiano di tener in vita enti creditizi che, proprio in linea con la logica del mercato, dovrebbero essere estromessi da quest'ultimo qualora dimostrino di non essere meritevoli di conservare il loro *status* di appartenenti al settore. Ridimensionare le ipotesi applicative della liquidazione coatta amministrativa, dismettere le integrazioni tra soggetti bancari in

[155]Cfr. *supra* nota n. 93.
[156]Cfr. GUISO e ZINGALES, *L`Italia chieda la moratoria sui bail-in*, editoriale pubblicato su *IlSole24Ore* del 30.12.2015
[157]Cfr. *Intervento* al 22° Congresso ASSIOM FOREX, 30 gennaio 2016, p. 9 delle bozze di stampa.

crisi con altri in grado di assorbirne le perdite (sia pure previo ricorso a misure interventistiche che sostanziano forme di supporto finanziario pubblico) a favore di meccanismi che svuotano di contenuti le realtà strutturali sottoposte a risoluzione e redistribuiscono le perdite di situazioni di *mala gestio* tra quanti, a diverso titolo, intrattengono rapporti con le banche destinatarie dei provvedimenti previsti dalla nuova regolazione europea … sono questi alcuni tra gli aspetti cruciali di quella che potremmo definire una «rivoluzione copernicana» del nostro ordinamento finanziario.

Nell'attuale *framework* normativo della gestione delle crisi bancarie, come si è avuto modo di sottolineare, si rinvengono innovazioni che destano timori e perplessità in ordine alla applicazione di misure che - in un'ultima analisi e senza significative differenze rispetto al passato - riverberano i propri pesanti effetti su *parti deboli,* rappresentate in passato dai cittadini coinvolti nella «socializzazione delle perdite», ora dai risparmiatori/creditori coinvolti nelle 'risoluzioni'. Al vantaggio recato dalle trasparenti forme procedimentali previste dalla regolazione europea non corrisponde una altrettanto palese identificazione della *ratio* che giustifica le presenti modalità di riparto degli oneri connessi alla gestione delle crisi; permane l'interrogativo riguardante le motivazioni a fondamento della scelta dei criteri ordinatori (quali/quantitativi) disposta in sede UE, in questa occasione come in altre.

Di certo, il dibattito dottrinale dei tempi a venire sarà incentrato sul tentativo di far *chiarezza* sulle problematiche qui enunciate, sulla identificazione di spunti di *conciliazione* tra i variegati profili prescrittivi del nuovo sistema di regole e le esigenze di un mercato bancario concorrenziale. Per quanto riguarda, in particolare, il nostro Paese, è indubbio che, a monte dei rimedi procedurali dianzi esaminati, la soluzione della problematica della gestione della crisi delle banche deve essere ricercata anche individuando le cause che - a distanza di 10 anni dall'inizio delle turbolenze finanziarie che hanno colpito gran parte dei paesi dell'occidente - costringono il sistema economico italiano in una situazione di

sostanziale difficoltà (caratterizzata da ritardi nella ripresa di soddisfacenti livelli di produttività, da rilevante disoccupazione, da un malcontento sociale che si è incanalato in un pericoloso filone populista, reazionario e privo di cultura).

In tale contesto si spiega la ragione per cui sul settore bancario si è scaricata la crisi reale del capitalismo italiano: gli enti creditizi - subendo l'*infeudamento* di una politica sempre più carente sul piano dell'esercizio delle sue funzioni istituzionali - hanno fornito credito ad imprese destinate ad essere insolventi nella descritta situazione d' instabilità, cui la politica non ha saputo per tempo porre riparo. Il sistema bancario è divenuto così *vittima* della crisi ed è, al presente, esposto alle intemperie di un meccanismo disciplinare (di derivazione europea) inflessibile, che non fa sconti ed impone con forza le dure regole di un mercato sempre più competitivo e che solo da qualche anno è divenuto rigidamente egualitario. Una montagna di sofferenze appesantisce le gestioni degli appartenenti al settore, laddove i variegati interventi, all'uopo attivati in sede politica e tecnica, appaiono decisamente inadeguati nel ripristinare idonee condizioni di crescita.

Quali le cause di questo declino? di una catarsi che mette in evidenza i limiti del nostro Paese, connotato da immobilismo sociale e da un parlamentarismo che procede 'a fatica' nell'era della ideologia della *rete,* grimaldello utilizzato per smantellare la democrazia rappresentativa. E' difficile nell'immediato dare una risposta a tali interrogativi; indubbiamente la situazione socio economica testé delineata ha agito da catalizzatore nel determinare gli utopistici richiami a forme di 'democrazia diretta' rappresentati da alcuni movimenti che ritengono possibile, per tal via, innovare le modalità costitutive del diritto, sancito dalla nostra Costituzione, «di associarsi liberamente in partiti per concorrere con metodo democratico a determinare la politica nazionale». Approfondire le motivazioni dello 'Stato liberale', reinterpretare la vera essenza dell'art. 49 Cost., pensare alla costruzione di una «socialità» che esprima i *valori* che avevano ispirato i nostri padri costituenti, ricercare i contenuti e le modalità di un più proficuo colloquio, di un

nuovo incontro con i nostri *partners* europei, tentare di superare il senso radicale d'instabilità del presente[158] e le lacerazioni dell'egemonia occidentale, determinate dall'incapacità dell'economia di mercato di produrre una società solidale, sono questi i percorsi indicati da insigni pensatori[159]…. la sfida da affrontare per vivere con razionalità e rigore etico un nuovo umanesimo.

Tornando alla specificità della delicata materia oggetto della presente indagine, resta ferma la speranza di addivenire ad una disciplina più *convincente,* che sia frutto di una nuova fase costituente dell'Unione europea, cui sembrano rivolti gli impegni assunti dagli Stati membri nel recente incontro celebrativo della Comunità, tenutosi a Roma il 25 marzo 2017. La creazione di un'atmosfera unitaria e la forte volontà di lavorare insieme per far rivivere lo spirito dei *padri fondatori* dell'UE potranno determinare condizioni favorevoli ad un proficuo cambiamento sistemico; diverrà *forse* possibile non solo contrastare il dilagante 'populismo' (che mina le radici di un' effettiva integrazione), bensì creare meccanismi disciplinari che esprimano un 'ordine giuridico' condiviso e non anche l'imposizione egemonica dei paesi che traggono vantaggio dal rigore e dall'assenza di flessibilità degli apparati normativi. Ciò implica, ovviamente, il superamento della sudditanza culturale della nostra politica rispetto a quella franco-tedesca; ipotesi, questa, realizzabile solo ove si riesca a disancorare la realtà italiana da una logica protettiva che si fonda sull'arretratezza, sì da avviare un cammino nel quale deve essere di guida il convincimento che è necessario, indispensabile superare i limiti comportamentali che contraddistinguono la storia del nostro Paese.

Francesco Capriglione

[158]Cfr. in argomento SEVERINO, *Instabilità, destino del mondo*, editoriale in *Corriere della sera* del 1° maggio 2017, ove si sottolinea : «il sottosuolo filosofico del nostro tempo … mostra l'impossibilità di ogni verità definitiva, ma la si mostra in modo tale che questa impossibilità non ha nulla a che vedere con lo scetticismo ingenuo».

[159]Cfr. per tutti AA.VV., *Filosofia dei mondi globali. Conversazioni con Giacomo Marramao*, Torino, 2017, *passim*.

IL RUOLO DELLA CONSOB NEL NUOVO SISTEMA FINANZIARIO UE * **

(*The role of Consob in the new EU financial system*)

ABSTRACT: *In the aftermath of the recent financial crisis, the European legislator has strictly recommended the introduction of deeper forms of intervention to the European Authorities, also re-distribuiting the relations between the latter and the national sectoral authorities. In this renewed context, there is also a significant change in the way in which domestic control bodies - now linked to the inputs of the European Authorities in terms of modus operandi - intervene in the market in order to ensure their stability and equilibrium. However, significant differences in the relationships between the various national market-specific Authorities in the market and the corresponding European Authorities are still alive; in this respect, it is worth mentioning that Europan Authorities do not actually reflect a uniform disciplinary framework (with obvious consequences on the content and the modalities of the actions that can be take into account). There is therefore a difference in the relationship between the national authorities and the intermediaries involved in the their sphere of action. Moreover, if it is true that in the medium to long-term perspective, a broader transfer of powers from the national authorities to the European ones (in view of a more complete definition / determination of the supervisory policies) will take place it is very likely that this event will occur only after the definition of the single rule book, which presumably will be followed by a strengthening of the supervisory convergence and a stronger role of ESMA, as suggested by its recent documents.*

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Trasparenza finanziaria e regole di supervisione. – 3. Il ruolo della Consob in un mercato finanziario in evoluzione. – 4. *Segue*: la particolare problematica del pro-

* Contributo approvato dai revisori.

** Il presente scritto riproduce con aggiornamenti, integrazioni e modiche il testo della Relazione svolta nel Convegno "*Nuove frontiere della finanza: operatività, supervisione, tutela giurisdizionale*" (Università di Sassari, 18 giugno 2016).

spetto e della vendita di obbligazioni bancarie. – 5. La Consob nel riferimento ai poteri di intervento dell'ESMA. – 6. Conclusioni.

1. Il ripensamento sulle logiche di sistema successivo alla recente crisi finanziaria induce a riflettere tra l'altro sull'esigenza di una attenta rivisitazione delle regole di trasparenza e, più in generale, a valutare quale sia stata l'incidenza su queste recata dalle significative riforme avutesi in ambito europeo e domestico.

Com'è noto, la trasparenza assolve ad una funzione strumentale nel superamento delle asimmetrie di mercato; ciò nel senso che l'offerta di prodotti finanziari da parte delle imprese di investimento, ove venga formulata nel rispetto dei principi della diligenza e della correttezza professionale, assicura la tutela del contraente debole da forme di "prevaricazione" da parte degli intermediari. Non a caso la dottrina, da tempi lontani, ha correlato la salvaguardia dei consumatori di servizi finanziari all'affermazione di meccanismi volti ad assicurare l'adeguata informativa nei confronti dei medesimi[1]. Fino ad epoca non lontana, il perseguimento di tale obiettivo da parte del legislatore era demandato in via prevalente all'osservanza di regole di diritto speciale (artt. 21 ss. t.u.f.) nonché alla funzione disciplinare del contratto, dinamicamente proteso all'integrazione del complesso dispositivo vigente in materia[2].

Solo più di recente, dopo i noti eventi di crisi, il legislatore europeo si è preoccupato di riordinare la suddetta materia vuoi attraverso la prescrizione di puntuali forme di intervento assegnate alle Autorità di vertice dell'ordinamento finanziario europeo[3], vuoi mediante la ridefinizione dei rapporti che intercorrono tra queste ultime e le Autorità di settore nazionali.

[1]Cfr. ALPA, *La trasparenza dei contratti bancari*, Bari, 2003; DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, p. 270 ss.
[2]Al riguardo cfr. CAPRIGLIONE, *Introduzione*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di Capriglione, Milano, 2013, p. 8 ss.
[3]Si veda, tra gli altri, WYMEERSCH, *The European financial supervisory Authorities or ESAs*, in Rethinking Financial Regulation and Supervision in Times of Crisis, a cura di Ferrarini, Hopt e Wymeersch, Oxford University Press, 2012, p. 232 ss.; QUAGLIA, *The Regulatory Response of the European Union to the Global Financial Crisis*, in Crisis and Control. Institutional Change in Financial Market Regulation, a cura di Mayntz, Frankfurt/New York, 2012, p. 171 ss.

In tale rinnovato contesto, si individua un significativo cambiamento anche con riguardo alle modalità con cui gli organi di controllo domestici – ora legati nel loro *agere* agli *input* delle Autorità europee – intervengono sul mercato al fine di assicurarne la stabilità e l'equilibrio. Tuttavia, ad un attento esame, non sfugge che sussistono notevoli differenze nelle relazioni che intercorrono tra le diverse Autorità nazionali preposte a singoli settori del mercato e le corrispondenti Autorità europee, le quali, a dire il vero, non evidenziano un'uniforme assetto disciplinare (con ovvi riflessi sui contenuti e sulle modalità delle azioni alle medesime riconducibili).

Si delinea, pertanto, una diversità nel rapporto tra le Autorità nazionali e gli intermediari destinatari dei relativi interventi. Ciò è dovuto al loro differente ambito potestativo che risulta direttamente correlato alla sfera di poteri ai medesimi riconosciuta dal regolatore europeo. Emerge quindi l'esigenza di ricercare, all'interno di ciascuno di essi, nuovi schemi organizzativi preordinati al conseguimento degli obiettivi di equilibrio sistemico previsti in sede UE e, dunque, di individuare adeguate modalità comportamentali in vista di una convergenza delle forme tecniche di supervisione (ineludibile presupposto per la realizzazione delle suddette finalità)[4].

2. L'analisi dei rapporti che intercorrono tra intermediari finanziari e investitori è stata tradizionalmente incentrata dalla dottrina sulla presenza nelle relazioni negoziali di un'adeguata informativa precontrattuale e contrattuale[5]. Quest'ultima risponde, infatti, alla finalità di consentire al risparmiatore/investitore di conoscere compiutamente i contenuti del reciproco impegno che assume col soggetto abilitato.

Si individua, per tal via, la ragione fondante del rilievo assegnato alla *trasparenza* e all'*informativa* dal nostro legislatore il quale ad esse ascrive una puntuale

[4]Al riguardo, merita precisare che l'art. 9 del disegno di legge europea 2015, ha delegato il Governo al recepimento della raccomandazione del CERS/2011/3 del 22 dicembre 2011 relativa alla necessità che i paesi membri riconoscano la politica macroprudenziale come obiettivo interno e di affidarne la responsabilità ad un'apposita autorità. Il nostro paese ha scelto l'istituzione di un Comitato per la vigilanza macroprudenziale che sarà composto da Banca d'Italia (che lo presiederà), Consob, Ivass e Covip.

[5]Cfr. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Cedam, 2007, cap. V e VI.

finalità strumentale (oltre che ideologico culturale) riconducibile ad un criterio di correttezza nell'*agere*.[6]

Come autorevolmente è stato sottolineato, la trasparenza posta alla base dello svolgimento dei servizi finanziari, denota una specifica valenza precettiva rispetto all'analoga funzione alla medesima assegnata dalla disciplina codicistica[7]. Essa, infatti, diviene elemento precipuo di quel dovere di diligenza professionale che il regolatore speciale prescrive in tutte le fasi negoziali. Più in particolare, la trasparenza dà contenuto all'obbligo di informativa completa ed obiettiva che l'intermediario deve alla sua controparte allorché gli rappresenta "gli elementi rilevanti del rapporto, del servizio, degli strumenti finanziari"[8].

Sotto altro profilo, la trasparenza assurge a fattore determinante nella disciplina della concorrenza tra le imprese che esercitano attività finanziaria. Infatti, adeguate tecniche di informazione consentono (agli investitori) di valutare e confrontare in maniera compiuta le offerte di prodotti finanziari presenti sul mercato e, dunque, pongono su un piano di parità sostanziale gli intermediari che in esso operano. E' pur vero che il consumatore di servizi finanziari talora risulta poco "razionale" (per usare una terminologia economica), se non addirittura poco attento e/o disinteressato alle modalità di vendita degli strumenti finanziari a lui offerti; ciò non esonera, peraltro, l'Autorità di settore da una vigile supervisione sull'osservanza delle regole di comportamento fissate dall'ordinamento per un corretto collocamento dei prodotti. L'espresso riconoscimento da parte del vertice della Consob dell'intrinseca difficoltà cui, in proposito, sono esposti i risparmiatori, nel confer-

[6]Cfr., tra gli altri, MIRRA - PELLEGRINI, *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)*, in *Italian Banking and Financial Law. Supervisory Authorities and Supervision*, a cura di SICLARI, *UK, in Italian Banking and Financial Law. Supervisory Authorities and Supervision*, a cura di Siclari, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions, UK, 2015; LEMMA, *Informazione finanziaria e tutela dei risparmiatori*, in *I contratti dei risparmiatori*, cit., p. 259 ss.; SABBATELLI, *Educazione finanziaria e credito responsabile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2016, n. 3, I, p. 282 ss.
[7]Cfr. ALPA, *Il diritto dei consumatori*, Bari, 2002, p. 347.
[8]Cfr. ALPA, *op. ult, cit.* , p.347.

mare detto assunto evidenzia per implicito le carenze delle attuali forme di vigilanza *in subiecta materia*[9].

Se ne deduce che una realtà di mercato caratterizzata da omogenei livelli di trasparenza identifica la condizione idonea a mettere tutti gli investitori in condizione di formulare le loro scelte sulla base di valutazioni consapevoli, indipendentemente quindi dalla riferibilità ad una maggiore o minore attenzione ai contenuti del rapporto contrattuale. In altri termini, la trasparenza agisce da fattore catalizzatore ai fini della tutela dei fruitori di servizi finanziari, evitando che forme spinte di concorrenza negoziale si risolvano a danno di questi ultimi. Da qui il riconoscimento di una valenza etica alla correttezza comportamentale che è dovuta dagli intermediari; non v'è dubbio che equilibrati canoni concorrenziali devono proporsi l'obiettivo di una piena salvaguardia degli investitori, evitando che questi ultimi (spesso a causa delle loro limitate conoscenze) possano diventare destinatari di prodotti inadeguati[10].

Naturalmente, è bene tener presente che similari effetti negativi (rispetto a quelli che si registrano in presenza di una non coerente trasparenza) possono aversi anche nei casi di *surplus* di informazioni (cd. fenomeno dell'*over information*). La ridondanza di dati, specie ove indirizzata a clientela *retail* – per solito poco edotta della complessità di taluni prodotti e, dunque, delle possibili conseguenze negative derivanti dalla loro acquisizione – crea una situazione di sostanziale opacità che, sul piano delle concretezze, pone l'investitore in difficoltà con riguardo alle scelte operative da compiere.

Non a caso, nei recenti orientamenti delle Autorità di settore si riscontra un crescente interesse per l'attivazione di forme di educazione finanziaria, in queste

[9]Discorso del Presidente Giuseppe Vegas, Incontro annuale con il mercato finanziario, Milano, 9 maggio 2016, su www.consob.it.
[10]Si rinvia in proposito al volume *Banche ed Etica*, a cura di Sabbatelli, Padova, 2013. Si veda anche l'ultima Enciclica di Papa Francesco, *Laudato si'*, nella quale si esorta a ricondurre la finanza al suo ruolo principale, quello non di soffocare, ma di dare aria ed energia all'economia reale.

ravvisando un ottimale completamento delle misure interventistiche da esse attuate in vista di una situazione di maggiore equilibrio delle relazioni negoziali[11].

In tale contesto, si inseriscono anche alcuni provvedimenti normativi adottati dalla Consob nei quali i fruitori di servizi finanziari sono avvertiti dei rischi cui risultano esposti a causa di una informativa diffusa in forma alluvionale, tale cioè dall'essere poco rispondente alle finalità tecnicamente proprie di un corretto regime di trasparenza. La suddetta conclusione resta valida anche nel caso in cui, su un piano formale, l'apparato informativo così diffuso possa essere ritenuto conforme alle prescrizioni della normativa speciale[12].

Ciò posto, va detto che risultano essere in linea con la logica ordinatoria di un mercato concorrenziale improntato a trasparenza le regole di supervisione che prevedono la profilatura del rischio e la valutazione della conseguente adeguatezza dell'operazione cui si intende dar corso. Al riguardo, necessita prendere in considerazione le disposizioni del t.u.f. nelle quali sono fissati gli *standard* comportamentali degli intermediari nella prestazione dei servizi di loro competenza (art. 21, comma 1o, lett.*b*, e seguenti). Tale complesso dispositivo, infatti, pone l'accento sull'obbligo di "acquisire le informazioni necessarie dai clienti ed operare in modo che siano sempre adeguatamente informati" rinviando, ancora una volta, alla trasparenza dell'*agere*.

Il dovere di informarsi e di informare il cliente, che il legislatore pone a carico dei soggetti abilitati, diviene propedeutico alla valutazione dell'adeguatezza

[11]Cfr., tra gli altri, OECD, *Policy Handbook On The Implementation Of National Strategies For Financial Education*, OECD 2015; GENTILE, LINCIANO, LUCARELLI, SOCCORSO**,** *Financial disclosure, risk perception and investment choices. Evidence from a consumer testing exercise*, Consob, Quaderni di fInanza n. 82, 2015; LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, Consob, Quaderno di Finanza n. 66, 2010.

[12]V. *infra* paragr. 4 del presente lavoro. Le recenti vicende legate agli accertamenti in corso sui collocamenti Etruria inducono a riflettere sull'esigenza di ripristinare in sede di collocamento l'indicazione degli scenari di probabilità. Secondo Adusbef e Federconsumatori essi rappresenterebbero «l'unica garanzia contrattuale nel delicato settore dei prodotti finanziari, che offre al risparmiatore-sottoscrittore, quali siano le possibilità di guadagno o di perdita del proprio investimento»; così BOCCIARELLI, *Vegas: "Sui collocamenti Etruria non escluse sanzioni"*, su Il Sole 24 Ore del 12 maggio 2016. Sul punto v. altresì ONADO, *Il risparmio ha bisogno di trasparenza*, su www.lavoce.info.it, 17 dicembre 2013.

dell'operazione (Regolamento Consob n.16190 del 2007). Come ho già avuto modo di osservare in altra occasione, le regole di condotta degli intermediari poste dal t.u.f. a salvaguardia degli investitori hanno subito una notevole implementazione con il recepimento della direttiva MiFID I la quale ne ha esteso la portata fissando una stringente rispondenza tra la tipologia e le caratteristiche del contratto e la propensione e la capacità di sopportazione del rischio da parte del cliente[13].

Significativa sul punto è la predisposizione da parte del legislatore europeo di un meccanismo volto ad evitare situazioni di squilibrio a danno degli investitori, previa imposizione di un obbligo al soggetto abilitato di rispettare la volontà (informata) del contraente debole. Ci si riferisce in particolare alla nota previsione normativa che impone agli intermediari la verifica dell'*adeguatezza* del prodotto compravenduto alla profilatura del (e, dunque, alla propensione al) rischio del cliente.

Più recentemente, la direttiva 2014/657UE (cd. MiFID II) e il Regolamento (UE) n. 600/2014 (cd. MiFIR) hanno innovato la normativa in materia prevedendo un rafforzamento degli obblighi gravanti sugli intermediari a presidio della correttezza e trasparenza delle condotte. Si delinea una forma di trasparenza "che non è circoscritta alla sola identificazione della qualità del prodotto, bensì alla conoscenza (ora consentita alla clientela) dei profili di interesse dell'intermediario nell'operazione"[14].

Il *set* informativo con cui corredare la documentazione fornita all'investitore risulta ora più completo *(id est*, comprensivo degli incentivi che l'intermediario potrà percepire, nonchè dei costi e delle spese che l'investitore si vedrà applicare e dell'effetto che questi avranno sul rendimento dell'investimento effettuato) e maggiormente aderente ad una logica operativa che tiene conto, più che nel passato, dell'esigenza di introdurre presidi di tutela che pongono maggiore attenzione alla

[13]Cfr. PELLEGRINI, *Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari*, in I contratti dei risparmiatori, cit., p. 199 ss.
[14]Cfr. CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2015, par. 5. Fanno da complemento le nuove regole MiFID II in materia di product governance e di product intervention, su cui ampiamente AA.VV., *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, a cura di Troiano e Motroni, Padova, 2016).

realtà dei comportamenti e delle condizioni nelle quali si prende la decisione di investimento e, dunque, in cui viene incardinata la fattispecie negoziale.

Da tale rinnovato criterio disciplinare può derivare una prospettiva di sviluppo del mercato finanziario – e, in particolare, di incremento della prestazione dei servizi e delle attività di investimento – che può ben beneficiare di un diverso e più arricchito canone operativo, come quello qui analizzato.

Di certo, le recenti norme tecniche in materia di risoluzione degli intermediari adottate a seguito del recepimento della direttiva BRRD (e, in particolare, l'entrata in vigore del cd. *bail in*) hanno rimesso al centro della riflessione il tema della trasparenza e della completezza delle informazioni che devono accompagnare l'allocazione sul mercato di un prodotto finanziario e devono essere rivolte alla piena comprensibilità dei suoi effetti. Ciò è tanto più evidente ove si abbia riguardo ai noti accadimenti relativi alla definizione della crisi di quattro istituti di credito, da tempo in amministrazione straordinaria[15].

In tal senso orientano anche le recenti considerazioni formulate dal Presidente delle Consob, in occasione dell'Incontro annuale con il mercato finanziario[16], nelle quali si sottolinea che "i tradizionali strumenti posti a presidio e a tutela del risparmio vanno ripensati, ponendo l'investitore al centro del sistema". Ne consegue l'esigenza di sottoporre a rivisitazione il ruolo degli intermediari nel trasferimento di informazioni alla clientela atteso che solo la maggiore chiarezza e sinteticità di queste ultime consente di far emergere i principali fattori di rischio dell'operatività finanziaria e, dunque, di prevenire nuove situazioni di crisi.

[15]Sul tema cfr. CAPRIGLIONE, *Luci ed ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi*, su www.apertacontrada.it, 17/2/2016. Sul punto si rammenta lo Statement pubblicato da ESMA nel giugno 2016 in materia di "*MiFID practices for firms selling financial instruments subject to the BRRD resolution regime*" (ESMA/2016/902) ove veniva precisata la portata delle regole di correttezza e di trasparenza applicabili in caso di distribuzione di prodotti assoggettati a misure di risoluzione (incluso il bail-in). La CONSOB - con la Comunicazione n. 0090430 del 24 novembre 2015 – aveva sottolineato, tra l'altro, la necessità che gli intermediari informassero chiaramente i propri clienti circa le novità derivanti dal recepimento della BRRD, onde consentire l'assunzione di decisioni consapevoli sul mantenimento dell'investimento o il disinvestimento.

[16]Discorso del Presidente Giuseppe Vegas, Incontro annuale con il mercato finanziario, 9 maggio 2016, cit.

Più in generale, è ormai evidente (e in questa direzione si muove la legislazione europea[17]) che la trasparenza, da sola, non è sufficiente a tutelare l'investitore. Ad essa devono affiancarsi efficaci regole di correttezza, che definiscano la diligenza che un intermediario deve utilizzare quando si rapporta con la clientela, regole che devono essere presidiate da una efficace azione di vigilanza. In tal modo potrà essere data concreta attuazione al principio sancito dall'articolo 21 del Testo unico della finanza, secondo cui l'intermediario deve «servire al meglio l'interesse dei clienti» ed impedire che "la mancanza di informazioni precise sulle singole banche giudicate meno solide (… possa …) provocare disinvestimenti generalizzati guidati da comportamenti irrazionali, che potrebbero causare rilevanti effetti sistemici" (come precisato da Vegas).

Da ultimo, non c'è alcun dubbio che il rispetto del quadro regolamentare esistente debba essere accompagnato da una pervasiva azione di vigilanza, la quale dovrebbe trovare espresso riconoscimento normativo ed essere quindi supportata dall'intero apparato giuridico di riferimento[18].

3. La trasparenza è, dunque, il *leitmotiv* che ha accompagnato l'evoluzione del mercato finanziario e che, nei tempi recenti, è stata preservata nell'ambito del processo di trasferimento di taluni poteri di supervisione a livello sovranazionale. Si è assistito, a differenza di quanto è dato riscontrare per l'autorità di vigilanza bancaria, ad una significativa implementazione dei poteri della Consob - Autorità istituita nel 1974 a seguito dei noti scandali finanziari degli anni settanta (caso Sindona, crack della Banca Privata Italiana[19]) - la quale ha visto nel tempo, con l'infittirsi della "tela" normativa, l'ampliamento delle proprie competenze.

[17]Si prende atto, altresì, della necessità di un modello unico di informazione sintetica che operi una selezione dei contenuti informativi più significativi, che andranno più efficacemente fatti conoscere al risparmiatore.
[18]Si rinvia per approfondimenti ai documenti: *ESMA Supervisory Convergence* e *ESMA Strategy 2020*. Vedi *infra* paragrafi 5 e 6.
[19]Cfr., *amplius* in MINERVINI, *La Consob*, Napoli, 1989.

Dopo una prima fase sperimentale, a detta Autorità viene riconosciuta autonomia di poteri con la legge n. 281/85, che - sulla scia della crescita esponenziale e della diversificazione dei mercati, dei servizi d'investimento e degli strumenti finanziari - si "completano" e si "incrementano" negli anni novanta e duemila (legge sulle SIM: l. 1/91; decreto Eurosim: D.Lgs. 415/96) con l'emanazione del TUF e della c.d. legge sul risparmio (l. 262/2005)[20].

Durante questi anni essa affina anche la collaborazione con le altre Autorità che si "spartiscono" la vigilanza secondo criteri funzionali.

Nonostante l'enorme differenza strutturale (sono poco più di seicento i dipendenti della Consob, a fronte dei settemila della Banca d'Italia) la Consob ha progressivamente "marcato" il territorio dei mercati finanziari divenendone il principale garante per quanto concerne i profili della trasparenza e della correttezza dei comportamenti. Le nominate Autorità di supervisione orientano la propria attività verso l'obiettivo di assicurare maggiore solidità al sistema finanziario, fermo restando che la Consob incentra la sua azione sul conseguimento di più elevati livelli di trasparenza poiché "senza la necessaria dose di trasparenza richiesta dalla Commissione [Europea] le banche possono essere esposte ad un rischio sistemico"[21].

Per addivenire a tale fine essa "intreccia" un proficuo dialogo con le Autorità nazionali ed europee, senza sminuire o modificare le "caratteristiche" del suo intervento che appare indispensabile per la tutela del settore e la stabilità del mercato.

Ciò non ha escluso, tuttavia, che la Consob abbia talora evidenziato carenze nel suo *agere*, incorrendo in situazioni che la espongono a giustificate critiche. Le vicende degli ultimi anni evidenziano, infatti, una realtà che ha visto luci ed ombre della vigilanza sul settore finanziario[22], in relazione alle linee comportamentali scor-

[20]Cfr. MIRRA - PELLEGRINI, *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)*, in *Italian Banking and Financial Law. Supervisory Authorities and Supervision*, a cura di SICLARI, cit., p. 179.
[21]Cfr. LEPORE - SANTORO, *Vegas: cruciale la trasparenza*, in Milano Finanza del 13 aprile 2016, pag. 7.
[22]Si veda al riguardo la recente sentenza della Cassazione Civile, Sez. I, 17 novembre 2016, n. 23418, con nota redazionale di RESTELLI, *La responsabilità della Consob e dei suoi funzionari: gli effetti della transazione tra il creditori e un debitore in solido verso gli altri condebitori*,

rette di alcuni istituti bancari; realtà nella quale si è evidenziata l'esigenza di "organi di vigilanza" efficienti, in grado di garantire la tenuta dell'intero sistema[23].

In via prospettica emerge un processo di europeizzazione (non più solo della regolazione, ma altresì) della vigilanza del settore finanziario caratterizzato da significative divergenze nelle modalità con cui le Autorità di vigilanza nazionali concorrono nella definizione del cambiamento. In particolare, con riguardo alla realtà dei mercati finanziari non si rinviene ancora un equivalente del *Single Supervisory Mechanism,* laddove la *Capital Markets Union* identifica un progetto forse troppo ambizioso, sul quale al presente non è possibile formulare un giudizio compiuto essendo ancora in fase embrionale[24] (ed invero solo nel 2019 se ne valuteranno i primi risultati che al momento hanno una valenza meramente teorica).

Fermo restando che la devoluzione delle forme di vigilanza diretta a livello europeo (all'ESMA in particolare) sono limitate a specifici settori (*credit rating agencies, trade repositories*), rileva il mantenimento in sede domestica del "controllo" su tutti i protagonisti del mercato finanziario nazionale[25]. L'armonizzazione delle regole vigenti in materia, prima e dopo la nascita dell'ESMA, ha riguardato la definizione dell'operatività degli intermediari e dei mercati e, dunque, solo in misura ridotta (direi riflessa) hanno interagito sui poteri e sulla struttura organizzativa delle Autorità

consultabile su http://www.dirittobancario.it/giurisprudenza/banca-e-finanza/autorita-di-vigilanza/la-responsabilita-della-consob-e dei-suoi-funzionari, 14/12/2016.

[23]Si ritiene cioè che le inefficienze della Consob si inseriscano in un più ampio contesto che ha visto tutte le autorità di settore presentare alcune mancanze ed essere, per questo, sotto attacco mediatico (v. caso di Banca Etruria).

[24]Cfr. MASERA, *The Capital Markets Union and the elusive goal of a 'genuine' Economic and Monetary Union*, in *Law and economics yearly review*, 2015, vol.4, II, p. 215 ss., il quale si sofferma attentamente sull'esame del "Five Presidents' Report on the Capital Markets Union" (5PR) del giugno 2015 (Juncker *et al*., 2015) per evidenziare gli effetti di una politica macroprudenziale sulla *stabilità economica e finanziaria*. Invero occorre notare che l'intervento al convegno si è svolto solo qualche giorno prima che i cittadini del Regno Unito si esprimessero a favore di una fuoriuscita del Regno Unito dall'Unione Europea. E' verosimile attendersi che siffatta decisione (i cui impatti debbono ancora essere definiti e relativamente alla quale sono appena stati avviati i negoziati con le istituzioni UE) produrrà qualche effetto sull'evoluzione del progetto relativo alla realizzazione della Capital Markets Union.

[25]A livello nazionale si può menzionare soltanto la "perdita" della vigilanza diretta sugli ex promotori finanziari (oggi consulenti abilitati all'offerta fuori sede), pur mantenendo una vigilanza di secondo livello sull'organismo al quale sono stati attribuiti i poteri di tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari.

nazionali di settore[26]. Ciò spiega la ragione per cui la Consob ha, col tempo, assunto un ruolo di peculiare rilievo nel comparto di sua competenza.

Specifica attenzione è stata, soprattutto recentemente, prestata ai profili di *investor education*[27]*;* quest'ultima è indicativa di un nuovo modo di approcciare la realtà di riferimento, non limitato alla sola divulgazione di nozioni economiche e finanziarie o all'illustrazione dei diritti e dei doveri del risparmiatore/investitore, bensì volto a favorire anche lo sviluppo di un'attitudine corretta alle decisioni economiche[28]. Più in particolare, si intende per tal via assicurare a ciascun cittadino gli strumenti "culturali" e operativi per acquisire un'autentica capacità di agire "economicamente" e consapevolmente, obiettivo cruciale in un'ottica sistemica, che interagisce alla stregua di strumento di politica sociale al servizio della crescita di lungo periodo del Paese[29]. Pertanto, può dirsi che la creazione del *portale-web* di educazione finanziaria della Consob e dell'Arbitro delle Controversie Finanziarie (recentemente introdotto in occasione del recepimento della direttiva 2013/11/UE con

[26]Cfr. TROIANO, *Interactions between EU and national authorities in the new structure of EU financial system supervision*, in *Law and economics yearly review*, 2012, vol.1, I, p. 144 ss.; PELLEGRINI, *"MiFID II" e complesso autoritativo di vigilanza europea. In particolare, l'ESMA*, cit.; GUARRACINO, *Supervisione bancaria europea. Sistema delle fonti e modelli teorici*, Padova, 2012**;** ROSSANO D., *Lo short selling e i poteri dell'ESMA*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 4, 2014, p. 221 ss. ed *ivi* ampia bibliografia; LENER e RULLI, *The reforms of the European financial markets supervision. The difficult coordination between EU and Member States*, in Law and economics yearly review, 2013, vol.2, I, p. 99 ss.

[27]Sul tema si veda da ultimo LINCIANO, sulla necessità di una strategia nazionale in materia di educazione finanziaria, su http://www.lavoce.info/archives/46020/educazione-finanziaria-ci-vuole-strategia-nazionale/.

[28]V. ZUCCA, *Dalla Consob un invito al risparmio*, su Il Sole24Ore del 27 maggio 2016.

[29]La diffusione di un più elevato livello di cultura finanziaria contribuisce infatti ad innalzare la fiducia complessiva nel sistema economico-finanziario, favorisce un suo ordinato funzionamento e la sua resilienza, mitiga i rischi di frodi, di comportamenti opportunistici e scorretti nell'offerta al pubblico di prodotti/contratti finanziari inadeguati (c.d. fenomeni di *misselling*, in violazione dei principi di correttezza e diligenza), consente una competizione corretta tra gli agenti economici (intermediari finanziari, inclusi) nel mercato complessivo (sia finanziario sia dei beni e servizi), contribuisce a ridurre le situazioni di vulnerabilità sociale e fornisce un supporto all'accrescimento del livello di benessere individuale e collettivo (audizione del vice-direttore generale della Consob Giuseppe D'Agostino presso la 7a Commissione permanente - Istruzione pubblica e beni culturali del Senato della Repubblica, 5 aprile 2016). In tal senso si esprime anche Visco nelle Considerazioni finali per il 2015, Roma, 31 maggio, 2016, p. 23, dove sottolinea che "Con la Consob e con il Governo lavoriamo per rafforzare la tutela e accrescere la cultura finanziaria dei cittadini, giovani e adulti, nella convinzione che si tratti di un intervento strutturale per il quale sono necessari un disegno nazionale, uno sforzo corale, un impegno di lungo periodo".

il d.lgs. n. 130 del 2015)[30] rappresentano i "capisaldi" di questo processo di "avvicinamento" tra amministrazione di controllo ed investitore[31].

Altro settore nel quale la Consob *può* (*rectius*: le Autorità nazionali in ambito UE possono) avere spazio per nuove forme d'intervento sembra essere quello dei controlli sulle offerte pubbliche di prodotti finanziari. In materia, la trasparenza informativa è da sempre intesa come il primo presidio codificato per ridurre il *gap* informativo esistente tra un emittente/offerente di strumenti finanziari ed un investitore *retail*. Questo principio è stato "tradotto" nell'obbligo (in capo all'offerente) di pubblicazione di un prospetto informativo i cui contenuti afferiscono tipicamente alla descrizione del soggetto emittente e degli strumenti finanziari oggetto di sollecitazione.

E' noto che attualmente il prospetto informativo non risulta di agevole lettura e, quindi, pienamente fruibile dal "risparmiatore**"** medio; il recente caso dell'aumento di capitale della Banca Popolare di Vicenza lo dimostra chiaramente. Sarebbe stato sufficiente per un accorto risparmiatore leggere i fattori di rischio sottesi all'acquisto di determinati prodotti per comprendere i pericoli connessi a possibili scenari futuri, da valutare ovviamente sia dal punto di vista economico- finanziario, che strutturale e sistemico. Per vero, emerge l'interrogativo concernente l'effettività di un attento riscontro delle "onerosissime" 950 pagine del prospetto informativo (approvato dalla Consob in data 21 aprile 2016) a fronte di investimenti di ridotta entità[32].

[30]Il decreto legislativo 6 agosto 2015, n. 130, che ha dato attuazione alla direttiva 2013/11/UE del 21 maggio 2013 (cd. Direttiva sull'ADR per i consumatori), ha modificato il codice del consumo (d.lgs. 206/2005), introducendo un nuovo titolo II-*bis*, rubricato "*Risoluzione extragiudiziale delle controversie*", nell'ambito del quale è stato sostituito l'art. 141 e sono stati introdotti gli articoli da 141 *bis* a 141 *decies*. Vedi il recente Regolamento attuativo del nuovo Arbitro per le controversie finanziarie (ACF) adottato con delibera Consob n. 19602 del 4 maggio 2016.

[31]Lo stadio finale programmato dovrebbe essere il progetto educativo per la cittadinanza economica, da considerarsi come un elemento portante di una strategia culturale e sociale per il Paese, anche in attuazione dei principi sull'educazione finanziaria ispirati dall'OCSE e sollecitati dalla Commissione Europea a tutti gli Stati membri della UE.

[32]Lo stesso dicasi con riferimento al prospetto relativo all'aumento di capitale di Veneto Banca, il quale è stato indicato come "il più lungo e corposo mai scritto in Italia", risultando di ben 1.114 "agevoli" pagine. V. MANDURINO, Veneto Banca: in sicurezza ma Borsa a rischio, su IlSole24 Ore del 9 giugno 2016.

4. E' in tale contesto che vanno valutate le attività della Consob, le quali si inseriscono all'interno del "rigido" impianto normativo costituito dalla Direttiva Prospetto (peraltro in fase di modifica[33]) e soprattutto del Regolamento (CE) n. 809/2004.

Il *corpus* disciplinare europeo non consente di richiedere agli emittenti di includere nella «documentazione di offerta» elementi informativi non prescritti dalle disposizioni emanate a livello sovranazionale. La facoltà attribuita alle Autorità nazionali di domandare integrazioni, caso per caso, di specifici prospetti, è limitata all'inserimento di dati e notizie ritenuti necessari per la completezza e comprensibilità degli stessi.

Nonostante i vincoli normativi imposti a livello europeo, la Consob - per solito - ha trovato il modo di "facilitare" la comprensione delle criticità delle operazioni descritte nel prospetto, attraverso le cd. "avvertenze", le quali - sebbene non siano previste espressamente dalla legislazione europea - sono d'ausilio per l'investitore, consentendogli una immediata e comprensibile percezione delle citate criticità.

Nel caso delle quattro banche prese in considerazione dal cd. decreto *salva-banche* (d.l. n. 183 del 22 novembre 2015), come è stato evidenziato dal Presidente della Consob, i prospetti in questione hanno dato massima evidenza a tutti i fattori di rischio connessi alla complessità degli strumenti e alla situazione in cui versavano le banche; in particolare, veniva specificato che l'investitore avrebbe potuto perdere l'intero capitale investito in caso di liquidazione o di procedure concorsuali.

C'è da chiedersi, tuttavia, se quanto precede costituisca motivazione sufficiente per poter considerare la vigilanza (svolta) pienamente efficace ed efficiente, tenendo conte dei dati che la stessa Consob ha divulgato conformemente ai propri doveri di accountability.

[33]Nel 2015 la Commissione Europea ha svolto una consultazione pubblica sulla revisione della direttiva Prospetto e, nel Novembre del 2015, ha pubblicato una proposta di Regolamento che prenderà il posto della direttiva in materia (http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/ ?uri= CELEX:52015 PC0583). Su tale atto è stato raggiunto un primo accordo di compromesso nel trilogo nel dicembre 2016 (http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/AT AG/2017/599368/EPRS_ ATA(2017)599368_EN. pdf).

A partire dal 2007, anno di entrata in vigore della disciplina MiFID I (direttiva n. 2004/39/CE), la Consob ha realizzato circa mille interventi in materia di servizi di investimento. Complessivamente, questi ultimi hanno coperto circa il 90 per cento del risparmio investito in strumenti finanziari riconducibili a clientela retail, a fronte di verifiche ispettive che, nel contempo, hanno riguardato il 55 per cento circa del mercato[34].

Per vero, gli sforzi in termini di trasparenza sembrano non bastare: alla menzionata "rigidità" della normativa si sommano altre problematiche. Le informazioni sono troppo complesse per essere comprese da un investitore medio: i tentativi per avviare una semplificazione hanno fatto sì che, da più parti,[35] si richiedesse l'introduzione in via stabile nei prospetti degli scenari probabilistici e cioè di una rappresentazione in forma tabellare che sia in grado di fornire indicazioni sulle probabilità di rendimento sul rientro atteso del capitale e sull'orizzonte minimo di investimento per recuperare l'esborso iniziale. Per certo, tali scenari dovrebbero essere introdotti non caso per caso (come è stato fatto dalla Consob in specifiche istruttorie prima del 2013), dando spazio invece a variabili e benchmark generalizzati, oggettivi e comprensibili ai più.

L'argomento, peraltro, è di grande attualità: una nota giornalista della RAI[36] ha mostrato un documento ufficiale della Consob del 2011, dal quale si desume che l'indicazione di eliminare detti scenari di rendimento dai prospetti informativi (dei bond bancari) proveniva dai vertici dell'Autorità. Da qui le note polemiche in merito

[34]Indagine conoscitiva sulle condizioni del sistema bancario e finanziario italiano e la tutela del risparmio, anche con riferimento alla vigilanza, la risoluzione delle crisi e la garanzia dei depositi europee. Intervento del presidente della Consob Giuseppe Vegas, 6ª Commissione permanente (Finanze e Tesoro) del Senato della Repubblica, 12 aprile 2016.

[35]Cfr. ONADO, *Il risparmio ha bisogno di trasparenza*, su www.lavoce.info il 17 dicembre 2013; ANTONUCCI, *Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici*, consultabile su http://www.dirittobancario.it/rivista/finanza/trasparenza-finanziaria/fra-opacita-e-regole-tossiche-il-ruolo-degli-scenari-probabilistici-scritto-convegno, febbraio 2016; DILENA, *Obbligazioni subordinate, così la Consob ha lasciato mano libera ai banchieri*, su http://www.glistatigenerali.com/autorita-indipendenti/obbligazioni-subordinate-cosi-la-consob-ha-lasciato-mano-libera-alle-banche/, 12 dicem-bre 2015. Vedi anche Consob, Calenda: "Gravi errori, la Gabanelli ha ragione", su affari taliani.it del 16 giugno 2016.

[36]Vedasi la puntata della trasmissione "Report" trasmessa il 5 giugno 2016, che richiama una Nota informativa Consob del 3 maggio 2011.

alla mancata tutela dei risparmiatori, atteso che l'inserimento degli scenari probabilistici per la vendita di obbligazioni subordinate avrebbe dovuto essere ritenuto condizione imprescindibile di una corretta forma operativa.

A ben considerare, tuttavia, gli scenari probabilistici di rendimento (che non possono certo prevedere l'imponderabile) vanno utilizzati con molta cautela, non essendo in grado di garantire con certezza che l'investitore medio comprenda pienamente le caratteristiche degli strumenti finanziari che sta acquistando.

Appare chiaro, dunque, che la positiva soluzione della problematica in parola è legata alla volatilità dello strumento finanziario. Per vero, i suddetti scenari sono in grado di assegnare una *probabilità alla performance promessa* così da verificare che il prezzo sia corretto, fermo restando che sussiste la possibilità di variazioni percentuali, anche significative, dopo l'acquisto dei prodotti. Non a caso nel 2016 l'ESMA, l'EBA e l'EIOPA, disciplinando le regole di trasparenza dei prodotti "preassemblati" (che entrano nei portafogli di assicurazioni o fondi d'investimento)[37] hanno ritenuto di non ricorrere agli scenari probabilistici ma agli scenari di *performance*[38].

E' chiaro che, alla luce dell'ampiezza di tipologie di prodotti d'investimento finanziario e della varietà delle relative strutture**,** i presidi di trasparenza così predisposti costituiscono una condizione necessaria, ma non sufficiente, per la sostanziale tutela degli investitori (soprattutto di natura *retail*). E nel perseguimento di questi obiettivi vanno lette vuoi la recente raccomandazione n. 0096857 del 28 ottobre 2016 (in pubblica consultazione dal 9 maggio 2016) recante le linee guida in

[37]V. ESMA, *Final draft regulatory technical standards* with regard to presentation, content, review and provision of the key information document, including the methodologies underpinning the risk, reward and costs information in accordance with Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council, 31 marzo 2016.

[38]Tra i regolatori europei c'è stato dunque un ripensamento sugli scenari probabilistici ed un ripiegamento sul principio del *what if*, che comunica al cliente il rendimento atteso del suo investimento in base a 3 scenari: 1 positivo, 1 neutro, 1 negativo. Basti pensare che lo scenario probabilistico è stato abbandonato dopo la crisi dei debiti sovrani, non essendo più verosimile considerare *risk free* i titoli di stato decennali che erano il punto di riferimento degli scenari probabilistici. In sostanza, si è preso atto di quanto evidenziato nel testo e cioè che la percentuale di probabilità della *performance* promessa di uno strumento finanziario è destinata a cambiare in maniera significativa dopo l'acquisto dello strumento finanziario a causa della volatilità del medesimo.

materia d'inserimento e redazione delle "Avvertenze per l'investitore" dei prospetti di offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari, vuoi soprattutto i principi guida sulle informazioni-chiave da fornire ai clienti al dettaglio nella distribuzione di prodotti finanziari (anch'essi in pubblica consultazione dal 9 maggio 2016, volti a standardizzare le informazioni da trasferire alla clientela per rappresentare in modo chiaro e conciso le caratteristiche principali degli strumenti offerti, i loro rischi, i costi e i rendimenti attesi). Si è, dunque, in presenza di "informazioni chiave" sul modello dei *Key Information Documents* utilizzati per i cd. prodotti preassemblati (PRIIPS)[39].

A ben considerare, le iniziative in parola, per quanto lodevoli nelle finalità perseguite, risultano prive di efficacia qualora non siano supportate da adeguati controlli in ordine alla loro corretta applicazione.

Ed invero, in sede di distribuzione dei prodotti finanziari si riscontrano problematiche significative. E' in questo "segmento" dell'attività degli intermediari che si sono registrate le maggiori "amnesie"[40] addebitate alla Consob[41] (e quindi non solo alla Banca d'Italia)[42].

[39]V. Regolamento Delegato (UE) 2017/653 della Commissione dell'8 marzo 2017 che integra il regolamento (UE) n. 1286/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati stabilendo norme tecniche di regolamentazione per quanto riguarda la presentazione, il contenuto, il riesame e la revisione dei documenti contenenti le informazioni chiave e le condizioni per adempiere l'obbligo di fornire tali documenti, v. su http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/regolamento_delegato_ue _ 2017-653.pdf.
Per una ricognizione generale sulle attività svolte da Consob in materia di trasparenza informativa si veda l'audizione Consob nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla semplificazione e sulla trasparenza nei rapporti con gli utenti nei comparti finanziario, bancario e assicurativo (22 novembre 2016), v. su http://www.consob.it/documents/46180/46181/Audizione_+ Genovese_20161122_nt. pdf/32eab587-3f1d-4b4f-a7e6-5457021cdb39.
[40]V. BRAGANTINI, *Le amnesie della Consob*, su www.lavoce.info, 13 maggio 2016.
[41]Tra le notizie apparse sulla stampa specializzata, oltre ai vari articoli sul caso Banca Etruria, v. GABALLO, *Le responsabilità della Consob e quelle dei banchieri. Obbligazioni subordinate: serve chiarezza*, su www.rainews.it, 13 dicembre 2015; Consob, *Per gli investitori la trasparenza resta un miraggio*, 12 maggio 2016, su www.possibile.com; BOCCIARELLI, *Vegas: "Sui collocamenti Etruria non escluse sanzioni"*, cit.
[42]Con riferimento alle "manchevolezze" della banca d'Italia, cfr. CAPRIGLIONE, *Conclusioni a margine del Convegno annuale dell'Associazione dei Docenti di Diritto dell'Economia (ADDE) su "Quali regole per quali mercati?"(11-12 dicembre 2015)*, in Riv. trim. dir. econ., 2015, n. 4, p. 317; e, più di recente, CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2016, pag.159 ss.

All'intermediario che distribuisce prodotti finanziari (tra cui vanno annoverati anche quelli di propria emissione) è richiesto di dotarsi di una metodologia di rilevamento dei profili dei clienti[43] e delle diverse caratteristiche di rischio dello strumento finanziario distribuito. Non v'è dubbio che ogni possibile intervento *in subiecta materia* avrebbe dovuto riguardare il controllo dell'adeguatezza di tali presidi in quanto la rischiosità di un titolo indicata nel documento informativo viene presentata agli sportelli in variegate (e spesso differenziate) dai dipendenti delle banche in modalità ben diverse dagli addetti delle banche[44].

Sicché, può dirsi che il controllo sulla distribuzione di prodotti complessi, sulla comprensibilità degli stessi e sulle misure adottate dagli istituti bancari non è stato sufficiente; ragion per cui la rilevanza quantitativa degli strumenti finanziari in questione ha finito col "minare" la stabilità del sistema e la fiducia degli investitori[45].

I poteri per evitare quanto si è verificato c'erano, ma non sono stati esercitati o sono stati esercitati in ritardo![46]

Se ne deduce che, come si è detto, i tradizionali strumenti posti a tutela del risparmio devono essere ripensati ponendo l'investitore al centro del sistema, ma al

[43]Su cui ESMA ha pubblicato nel 2012 gli orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID e svolto una *peer review* nella quale è emerso lo spazio per un miglioramento in ambito UE (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-584_suitability_peer_ review_-_final_report.pdf).

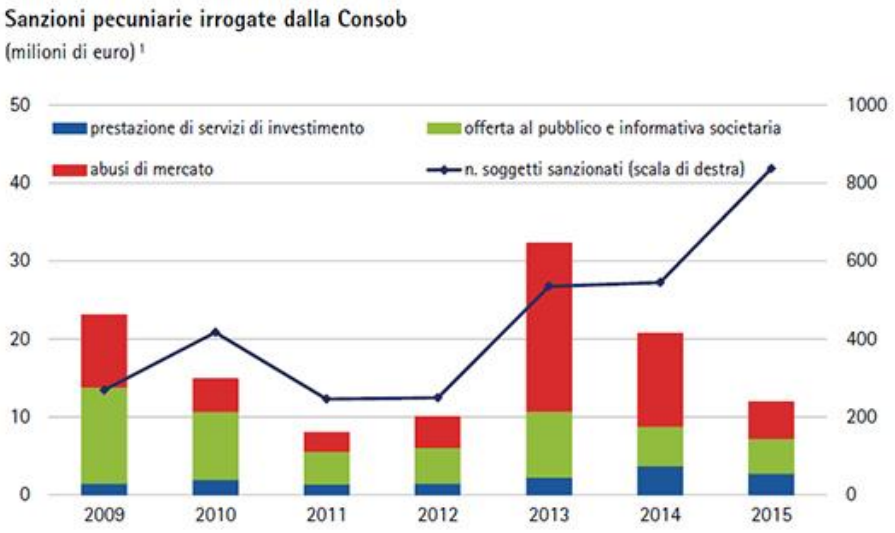
[44]E' questa la linea difensiva adottata dal presidente della Consob, secondo il quale "dire che nei prospetti dei bond subordinati, piazzati a ogni categoria di clienti, erano elencati tutti i fattori di rischio non significa sostenere che le informazioni siano state trasferite in modo corretto dalle banche".

[45]Il peso delle obbligazioni sul risparmio della clientela *retail* è passato dal 47,55% (dicembre 2010) al 25,77% (dicembre 2015).
Il totale del risparmio della clientela *retail* amministrato da istituti sottoposti alla vigilanza prudenziale della BCE è pari al 65,37% del totale.
Il totale del risparmio della clientela *retail* amministrato da istituti sottoposti alla vigilanza prudenziale della Banca d'Italia è pari al 34,63% del totale.
Nel 2015 i clienti del sistema di intermediazione mobiliare sono stati circa 13 milioni (di cui il 99,7% *retail*).
Nel 2015 il numero di operazioni del sistema di intermediazione mobiliare ha superato 100 milioni (dati forniti dalla Consob).

[46]Si registra come nel caso delle recenti richieste di aumenti di capitale ed IPO relative alla Banca Popolare di Vicenza ed a Veneto Banca, la Consob abbia esercitato i poteri di cui all'art. 7, comma 1, del t.u.f., richiamando l'attenzione degli emittenti in questione alla creazione di adeguati presidi a tutela della clientela per quanto concerne l'attività di distribuzione degli strumenti finanziari.

contempo è indubbio che vanno aggiornati ed implementati anche i poteri sanzionatori delle Autorità nazionali[47].

Nell'ultimo anno i procedimenti sanzionatori della Consob sono aumentati a livello quantitativo (nel 2015 sono stati conclusi 268 procedimenti sanzionatori, a fronte dei 160 del 2014[48]), ma non si sono sempre rivelati effettivi e dissuasivi: le sanzioni a livello quantitativo sono state di gran lunga minori rispetto al recente passato (nel 2015 l'importo delle sanzioni è stato complessivamente più basso, 12,1 milioni di euro, contro i 20,6 milioni del 2014[49]), come risulta dal grafico qui di seguito riportato.



Fonte: Consob. [1] I dati includono i pagamenti in misura ridotta e i provvedimenti cautelari nei confronti dei promotori finanziari.

[47]Sul tema sanzionatorio vedasi anche MIRRA e PELLEGRINI, *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)*, in *Italian Banking and Financial Law. Supervisory Authorities and Supervision*, cit., p. 193; MIRRA, *La difficile convivenza tra le sanzioni penali e le sanzioni amministrative. La CEDU applica il principio del ne bis in idem sostanziale e mette "in crisi" il sistema del "doppio binario" previsto dal diritto finanziario italiano*, in *Ratio Iuris* - Numero VIII - Gennaio 2015.

[48]Va tuttavia ricordato che l'incremento dei procedimenti va tuttavia interpretato alla luce dell'interruzione all'attività sanzionatoria - durato alcuni mesi nel corso del 2014 – conseguente alla cd. sentenza Grande Steven della CEDU, che ha avuto "strascichi" giudiziali dinanzi al giudice amministrativo italiano, il quale ha dovuto chiarire i confini dell'azione amministrativa (della Consob) rispetto a quella penale, nei casi di manipolazione dei mercati (cfr. Consiglio di Stato con sentenze nn. 1595 e 1596 del 26 marzo 2015).

[49]Per completezza si segnala che nel 2014 la Consob ha provveduto all'emanazione di alcuni provvedimenti amministrativi molto "rilevanti" a livello di sanzione amministrativa: MPS e Proto sono stati "raggiunti" da sanzioni per circa 10 milioni, cui si aggiungono i casi di Bollorè per manipolazione su Premafin e Ligresti-Erbetta su Fonsai-Milano assicurazioni.

In tale ordine logico si collocano le recenti direttive europee che enfatizzano l'importanza di una risposta sanzionatoria effettiva, proporzionata e dissuasiva.

Il recepimento dei nuovi quadri regolamentari della CRD IV (direttiva 2013/36/UE, regolamento UE 575/2013 e atti delegati), della MiFID II (direttiva 2014/65/UE, regolamento 600/2014 e relativi atti delegati) e i recenti sviluppi della realtà economico-finanziaria quasi certamente imporranno una risposta sanzionatoria più severa da parte dell'Autorità, anche nei casi in cui la stessa si trova a concorrere con il giudice penale. La *querelle* del cd. "doppio binario" della risposta sanzionatoria è arrivata fino alla Corte Costituzionale[50] e, molto probabilmente, richiederà l'intervento del legislatore nazionale per ridefinirne i contorni. Ciò non sminuisce l'essenzialità dell'intervento amministrativo, l'unico in grado di assicurare la tempestività necessaria per una tutela effettiva dei mercati finanziari. Come è stato autorevolmente sottolineato, la Consob e tutte le amministrazioni aventi poteri sanzionatori, nelle vicende che le riguardano, devono ancor di più perseguire la loro specifica *mission*, facendo sì che gli effetti della loro azione assicurino che "l'ordinario" funzioni. Bisogna in sostanza riaffermare il primato logico, organizzativo dell'azione dell'Amministrazione[51].

5. Tralasciando di ripercorrere i mutamenti della struttura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo realizzati a partire dalla conclusione dei lavori guidati dalla Commissione de Larosière, dopo aver esaminato il ruolo della Consob nella presente realtà di mercato, intendiamo qui soffermarci sulla valutazione dell'incidenza svolta sul comparto mobiliare dall'attività dell'Autorità UE ad esso preposta (ESMA)[52]. Tale percorso di indagine sembra a nostro avviso opportuno per

[50]V. sentenza Corte Costituzionale n.102 del 2016, su www.giurcost.org/decisioni/2016/0102s-16.html.
[51]Cfr. BERRUTI, *Banche, procure e Consob*, su La Repubblica del 15 maggio 2016.
[52]Cfr. MOLONEY, *The European Securities and Market Authority and Institutional design for the EU financial market – a tale of two competences: rules in action*, in *European Business Organization Law Review*, 2011, vol 12, p. 177 ss.; TORCHIA, *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*, Relazione

valutare il grado di autonomia interventistica oggi riconoscibile alla nominata Autorità domestica; in particolare, l'analisi potrà evidenziare se, e in qual misura, è dato riscontrare un ridimensionamento della sua posizione istituzionale ovvero se, in ragione della limitata funzione svolta dall'ESMA, essa continui a svolgere un ruolo primario nell'equilibrio degli assetti complessivi del sistema finanziario italiano.

Da tempo la dottrina si è soffermata sull'esame delle funzioni dell'ESMA precisando che essa risulta strutturata in vista della promozione (a livello europeo) di una uniformità delle norme secondarie attuative della regolazione comune europea (*single rule book*) e delle prassi di vigilanza (*single hand book*) negli Stati membri (compresi quelli che non hanno aderito all'euro)[53].

Più in particolare, il Regolamento istitutivo dell'ESMA, al fine di favorire la convergenza delle pratiche di supervisione (*supervisory convergence*)[54] in seno allo *European System of Financial Supervisors* (ESFS) nonché una coerente applicazione del diritto dell'UE, attribuisce all'Autorità strumenti specifici quali l'emanazione di misure di soft law, orientamenti, linee-guida e raccomandazioni[55] da veicolare alle Autorità nazionali o direttamente agli attori dei mercati finanziari.

---

al Convegno su "Regole del mercato e mercato delle regole: Il diritto societario e il ruolo del legislatore", Venezia, 13-14 novembre 2015.

[53]V. PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2012, p. 52 ss.; TROIANO, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in Corso di diritto pubblico dell'economia, a cura di Pellegrini, Padova, 2016, p. 505 ss.

[54]La *supervisory convergence* mira ad impedire la *supervisory arbitrage* e quindi ad evitare al mercato finanziario di incorrere in situazioni di debolezza come quelli riconosciuti nel recente passato. Ciò fermo restando che "*supervisory convergence does not mean that we should aim to converge to a one size-fits-all approach. It does mean that we promote the consistent and effective application of the same rules and using sufficiently similar approaches for similar risks*": così MAIJOOR, *Priorities of a Capital Markets Union*, Intervento a Luxembourg Stock Exchange, 12 Maggio 2015 ESMA/2015/854. Più in particolare, appare chiaro che in questa nuova fase strategica l'ESMA è chiamata a spostare la sua attenzione dalla regolamentazione della *materia de qua* alla corretta attuazione/implementazione delle regole in ambito UE per assicurare una elevata convergenza delle prassi di vigilanza.

[55]V. ESMA RESPONSE to the Commission Green Paper on Building a Capital Markets Union, 13 maggio 2015 (2015/ESMA/85, su http://www.esma.europa.eu/system/files/esma-2015-856_esma_response_to_ec_green_paper_on_cmu. pdf), punto 24, dove precisa che "In view of the importance of the workload on the single rulebook, ESMA has focused its supervisory convergence efforts on forging common understanding (through Questions and Answers), common practices (through Guidelines, Opinions or Supervisory briefings) or common enforcement priorities between NCAs. It has also intensified the review of supervisory practices of NCAs".

Il regolatore ha avuto di mira, quindi, nel disciplinare l'ESMA, la riduzione dei rischi di arbitraggio regolamentare connessi all'esistenza di prassi di vigilanza differenziate[56]. Ciò trova conferma nella limitata presenza di poteri di vigilanza diretta, circoscritti questi ultimi - a tutt'oggi (giova ripeterlo) - agli interventi sulle agenzie di rating e sui repertori di dati sulle negoziazioni in ambito europeo[57]. Ed infatti, diversamente dal passato, gli atti di soft law pongono ora un vincolo per le Autorità nazionali, laddove esse sono esplicitamente invitate a "compiere ogni sforzo per conformarsi agli orientamenti e alle raccomandazioni europei".

Come si è avuto modo di sottolineare in altra occasione, appare condivisibile l'orientamento della dottrina secondo cui il legislatore UE è stato "troppo timido"[58]

[56]Ai sensi dell'art. 16, par. 3, del Regolamento UE 1095/2010, le Autorità nazionali competenti devono notificare all'Autorità europea, entro 2 mesi dalla pubblicazione degli orientamenti (*rectius* della pubblicazione dei testi tradotti nelle lingue ufficiali), l'intenzione di rispettare o meno le indicazioni applicative, motivando la scelta.

[57]Più in particolare, il Reg. UE n. 513/2011 attribuisce all'ESMA specifici poteri di vigilanza informativa ed ispettiva nei confronti delle agenzie di rating, oltre che la facoltà di identificare - mediante la configurazione di uno specifico elenco - le società autorizzate ad operare nel contesto regionale europeo; cfr. PERASSI, *Verso una vigilanza europea La supervisione sulle agenzie di* rating, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, pag. 421; TROISI, *Le agenzie di rating. Regime disciplinare e profili evolutivi*, Padova, 2013, cap. III. V; DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, Padova, 2012. V. ESMA, *Technical Advice, Competition, choice and conflicts of interest in the credit rating industry*, 30 September 2015, ESMA/2015/1472.
Sotto altro profilo, inoltre, rilevano le funzioni di supervisione che la medesima Autorità esercita nei confronti dei cd. repertori di dati, in linea con quanto stabilito dal Reg. UE n. 648/2012; cfr. JARDELOT - MITOV, *The drivers behind the reporting obligations of EMIR, MiFIR and SFTR*, in *Journal of Securities Operations & Custody*, 2015, vol.7, n. 4, pp. 348-354. V. ESMA's supervision of Credit Rating agencies and Trade reporties. 2015 Annual Report 2015 and 2016 Work Plan, consultabile su https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-234_esma_2015 _annual _report_on_supervision_and_2016_work_plan.pdf.

[58]Cfr. PELLEGRINI, *"MiFID II" e complesso autoritativo di vigilanza europea. In particolare, l'ESMA*, in La MiFID II, a cura di Troiano e Motroni, cit., p. 433 ss.; MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia, n. 73, 2013, p.8; CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, 2, p. 97, con riguardo alla MiFID II. Per il passato già AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di Rating finanziario*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di Principe, Milano, 2014, p. 346 ss., il quale, con riferimento ai poteri dell'ESMA sull'attività di rating finanziario (v. Regol. UE n.513/2011) ravvisa alcuni limiti all'esercizio dei suoi compiti istituzionali che ne ridimensionano il ruolo. Sul ridimensionamento del ruolo dell'EBA avvenuto a seguito della creazione dell'Unione Bancaria Europea cfr., tra gli altri, GUARRACINO, *Supervisione bancaria europea. Sistema delle fonti e modelli teorici*, Padova, 2012, p. 138. Di diverso avviso MOLONEY, *The European Securities and Market Authority and institutional design for the EU financial market – a tale of two competences : Part. (2) rules in action*, European business organization law review, 2011, 12, 2, p. 177 ss., spec. p. 225.

nel puntualizzare l'apertura interventistica di tale istituto, la cui azione si presenta inadeguata nel realizzare un accentrato sistema dei controlli da considerare necessario per impedire nuovi eventi di crisi[59]. Ne è conseguito che la tutela del cliente, a livello di singole realtà nazionali, risulta ancora prevalentemente demandata all'azione di controllo delle Autorità domestiche. Ciò in quanto l'intervento "europeo" si estrinseca nella sola determinazione delle regole che incidono sul rapporto negoziale (non risultando possibile sul piano concreto un loro diretto intervento sul mercato).

In tale contesto ordinatorio si comprende come – a fronte dell'imperversare della crisi finanziaria – la regolazione recata dalla direttiva Mifid I abbia manifestato i suoi limiti, rivelandosi un complesso dispositivo inidoneo al superamento di inefficienze e situazioni di instabilità gestionale[60]. Alla luce di tale considerazione appare evidente altresì come il legislatore europeo, negli anni recenti, abbia avvertito l'esigenza di intervenire nuovamente sulla disciplina concernente il mercato degli strumenti finanziari. Ciò in un'ottica volta a rimuovere le criticità che l'insorgere della crisi aveva implementato, atteso che l'istituzione di un'apposita Autorità europea preposta allo svolgimento dei servizi finanziari e delle attività di investimento non era riuscita in alcun modo ad evitare o quanto meno a ridimensionare.

[59]Cfr. PELLEGRINI, *"MiFID II" e complesso autoritativo di vigilanza europea*, cit., nel quale si richiama il condizionamento svolto in tal caso dalla cd. "*Dottrina Meroni*" e la presa d'atto di uno squilibrio nel rapporto tra regolatori nazionali e sovranazionali, con inevitabili ripercussioni sulla possibilità di assicurare, in un contesto di integrazione dei mercati, un'adeguata armonizzazione dei controlli. Il riferimento è alla sentenza 13 giugno 1958, c-9/56 e c-10/56, *Impr. Meroni e c., Industrie metallurgiche spa c/ Alta Aut. CECA* (su *eur-lex.europa.eu*.). La dottrina Meroni è chiamata in causa in quanto non consente di assegnare ad organismi non previsti dai Trattati, come nel caso qui in esame le ESAs (create ai sensi dell'art. 114 TFUE), compiti che implichino l'esercizio di ampi poteri discrezionali. Al riguardo, v. sentenza del 22 gennaio 2014 (C 270/12) nella quale la Grande Sezione della C.G.U.E. si è pronunciata sulla conformità ai Trattati UE dell'art. 28 del Regolamento UE n. 236 del 2012, che ha attribuito all'ESMA competenze specifiche in materia di vendite allo scoperto e credit default swap (sul punto ROSSANO D., *Lo short selling e i poteri dell'ESMA*, cit.).

[60]Cfr. ENRIA, *Il sistema bancario italiano nella prospettiva della vigilanza europea*, Audizione, Senato della Repubblica, VI Commiss., Roma, 3 marzo 2015, secondo il quale tale opzione ha portato ad una maggiore interconnessione tra banche e Stati sovrani, alla perdita di fiducia degli investitori (che hanno cominciato a valutare le banche sulla base del rischio di credito del paese di appartenenza), alla conseguente segmentazione del Mercato unico lungo direttrici meramente nazionali e, *last but not least*, alla messa in pericolo dell'esistenza e permanenza della moneta unica europea.

Le nuove misure di *product intervention* sono state introdotte dal regolamento MiFIR (artt. 40-43) nel presupposto che l'autorità competente o l'ESMA (o l'EBA) - in base ad una lettura congiunta con la *product governance* (art.16, par.3, direttiva MiFID II) che introduce meccanismi di selezione dei prodotti da distribuire - possano impedire la negoziazione di strumenti finanziari pregiudizievoli[61] per l'investitore e, per tal via, preservare l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati nonché la stabilità del sistema[62]. Per vero, il potere di *product intervention* (art. 42 MiFIR) spetta alle Autorità nazionali, mentre quello stabilito a favore dell'ESMA risulta un "potere di intervento temporaneo", ai sensi del considerando 29 e dell'art. 40.6 MiFIR[63]. In tale contesto si colloca la considerazione secondo cui le Autorità nazionali sono pure i potenziali destinatari delle attività di "indagine" dell' ESMA, come le *peer review* o le altre attività di accertamento di infrazione di casi di violazione del diritto dell'Unione (strumento quest'ultimo utilizzato, tuttavia, con parsimonia dall'ESMA anche in considerazione dei potenziali effetti reputazionali che potrebbero derivare da una simile decisione adottata nei confronti di un'autorità nazionale)[64].

[61]Cfr. Direttiva 15 maggio 2014, n. 2014/65/UE (*Markets in Financial Instruments Directive* II, cd. MiFID II) e dal Regolamento - direttamente applicabile - 15 maggio 2014, n. 600 (*Markets in Financial Instruments Regulation*, cd. MiFIR). La disciplina di primo livello demanda alle fonti di secondo livello l'emanazione di criteri specifici. Tali criteri devono essere stabiliti dall'ESMA con *Technical Advice* alla Commissione Europea la quale elaborerà, sulla base di tale documento, gli atti delegati (v. *Consultation Paper* ESMA/2014/549, 191 ss). V. https://www.esma.europa.eu/data bases-library/.

[62]E' espressamente stabilito che 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". Si fa riferimento a specifici interventi dell'ESMA o, nel caso dei depositi strutturati, dell'EBA (considerando n. 29 e art.40 regol. MiFIR; art.69 direttiva MiFID II).

[63]Ai sensi dell'art. 40.6 MiFIR, "L'ESMA riesamina il divieto o la restrizione imposti ai sensi del paragrafo 1 a intervalli appropriati e almeno ogni tre mesi. Il divieto o la restrizione scadono se non sono prorogati dopo i suddetti tre mesi". V. http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri= CELEX%3A32014R0600.

[64]Sul punto v., MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Third Edition (2014), pag. 976 ss.

Trattasi di un procedimento di monitoraggio che ha avuto origine dalle disposizioni contenute nei principi essenziali per l'efficace vigilanza bancaria, mobiliare e assicurativa del Comitato di Basilea, IOSCO e IAIS. Sul punto, ampiamente, cfr. DE BELLIS, *La regolazione dei mercati finanziari*, Milano, 2012, p. 380 ss., la quale - in sede di analisi del programma per il rafforzamento dell'applicazione degli standards del Financial Stability Board – sottolinea che l'uso delle *peer*

Si è in presenza di un processo normativo in via di formazione, tant'è che il legislatore UE ha ritenuto come non siano ancora maturi i tempi per l'entrata in vigore della direttiva MiFID II, la cui applicazione è stata rinviata al 2018. Se ne deduce che il regolatore europeo – nell'arco temporale che ci separa dalla concreta attuazione del complesso dispositivo della MiFID II – potrebbe assumere provvedimenti volti a rivalutare il ruolo dell'ESMA, incrementandone l'attuale limitata capacità interventistica rilevata da ampia parte della dottrina.

Completano il quadro delle possibili innovazioni rinvenienti dai processi di sviluppo disciplinare i nuovi meccanismi volti ad evidenziare i rischi e le possibili cause di vulnerabilità degli investitori e dei mercati (meccanismi idonei a prevenire crisi o episodi con rilevanza sistemica)[65]. Infatti, ai sensi dell'art. 32 del Regolamento Istitutivo, l'ESMA controlla e valuta gli sviluppi di mercato nella sua area di competenza e, se necessario, informa l'EBA e l'EIOPA, il CERS, il Parlamento europeo, il Consiglio e la Commissione sulle pertinenti tendenze microprudenziali, sui rischi potenziali e sulle vulnerabilità. Tale Autorità include nelle sue valutazioni un'analisi

reviews è finalizzato a verificare il grado di applicazione di standard internazionali e altre regole concordate" all'interno del Board", precisando che le *peers reviews* si basano su "relazioni compilate da gruppi di esperti provenienti dalle autorità di vigilanza nazionali e dalle organizzazioni internazionali che fanno parte del FSB, costituiti di volta in volta". Tali rapporti sono successivamente soggetti alla valutazione di un sottocomitato permanente dell'FSB, lo Standing Committee on Standards Implementation (SCSI), per essere poi approvati dal Board (p.382 ss.). Tale modalità di verifica si è ora estesa al settore in esame laddove lo strumento delle *peer reviews*, come strumento di verifica della convergenza normativa (e di vigilanza), è utilizzato nel nuovo contesto con regolarità per accertare l'impegno delle autorità nazionali a realizzare una effettiva uniformità delle prassi di vigilanza, attraverso metodologie di verifica oggettiva. All'esito di tali verifiche, l'ESMA potrà formulare orientamenti e raccomandazioni a cui le autorità nazionali dovranno adeguarsi compiendo ogni sforzo necessario. Nel Work Programme per il 2016, l'ESMA ha reso noto che continuerà a svolgere *peer review* sullo stato dell'applicazione della legislazione UE in materia finanziaria, concentrandosi su un campione di autorità nazionali, dando luogo anche ad accessi nelle sedi nazionali, per identificare le prassi di vigilanza che possono beneficiare delle *best practice* di altri Paesi e per riscontrare l'effettivo rispetto delle linee-guida e raccomandazioni da essa elaborate.

[65]V. ESMA, TVR, *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n.1/2016, su https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-348_report_on_trends_risks_and_vulne rabilities_1-2016.pdf, spec. p. 36 ss., laddove si precisa che "Investors should thus undertake a careful investment analysis that considers the liability profile of the banks, the MREL/TLAC requirements and the local Resolution Authority's discretionary powers. For their part, regulators should strive to provide investors with as much transparency as is possible without undermining the Resolution Authority. Similarly, consistency in approaches to the 'what' and 'when' across jurisdictions will make the investment analysis more robust."

economica dei mercati in cui operano gli intermediari finanziari nonché una valutazione dell'impatto che il potenziale andamento del mercato può esercitare su tali operatori[66].

Ed invero, la suddetta ipotesi ricostruttiva dei poteri dell'ESMA apparirebbe del resto coerente con la piena capacità di controllo attribuita dal legislatore UE ad altri organismi di vertice dell'ordinamento finanziario e, in particolare, alla BCE. In altri termini, sembra ipotizzabile il passaggio da una realtà nella quale gli orientamenti dell'ESMA non costituiscono obblighi assoluti per gli intermediari (per cui la loro osservanza è legata alla mera ottemperanza della normativa di settore) ad altra nella quale detta Autorità risulti deputata all'esercizio di un potere provvedimentale che in via diretta incide sull'operatività dei soggetti abilitati appartenenti al settore. In tale contesto, con l'obiettivo di rafforzare il proprio ruolo di soggetto capace di avviare il percorso di armonizzazione e la convergenza delle prassi di vigilanza adottate a livello nazionale, l'ESMA ha pubblicato una "*Strategic Orientation* 2016-2020"[67] ove tale obiettivo viene evidenziato come prioritario nella pianificazione delle attività da porre in essere. Annualmente poi l'ESMA pubblica il "*Supervisory Convergence*" *work programme* nell'ambito del quale vengono declinati gli aspetti operativi che sottostanno alla realizzazione del suddetto obiettivo. Occorre tener presente altresì che, ai sensi di quanto disposto dall'art. 29 del regolamento fondativo, l'ESMA può sviluppare nuovi strumenti pratici e di convergenza per promuovere approcci e prassi comuni in materia di vigilanza, il che attribuisce all'autorità un'ampia libertà di manovra (sempre che, tuttavia, le autorità nazionali che ne compongono il Board convergano verso una simile scelta).

A livello generale, non può sottacersi che la limitata capacità dell'ESMA (come concepita nell'ambito della regolazione originaria del 2010) sembra, con tutta

[66]Le attività volte alla (*tempistica*) identificazione dei rischi inerenti i mercati finanziari sono qualificate come prioritarie nell'ambito dei *Work programme* 2016 e 2017 ove particolare enfasi viene attribuita alla raccolta ed elaborazione di dati rilevanti (dal momento che l'ESMA pubblica periodicamente report tematici sull'analisi dei mercati finanziari).

[67]Pubblicato sul sito dell'Autorità, v. https://www.esma.europa.eu/sites/default/ files/library/ 2015/ 11/2015- 935_esma_strategic_orientation_2016-2020.pdf.

probabilità, riconducibile alle stesse *carenze* della costruzione europea. In quest'ultima l'insufficienza delle forme di raccordo tra politica e finanza[68] si risolve in una incertezza di fondo nella identificazione delle modalità procedimentali idonee al conseguimento di adeguati livelli di equilibrio socio - economico. Ciò anche con riguardo all'individuazione dei compiti e del ruolo delle Autorità di vertice dell'ordinamento finanziario europeo; per cui si assiste ad una discontinuità nell'attribuzione dei poteri di supervisione alle variegate (e intrecciate) Autorità (UE) esistenti e, al contempo, ad una forte istanza per l'introduzione di nuove tecniche di controllo in grado di realizzare il miglioramento sistemico sul quale si fonda la stessa ragione costitutiva dell'Unione.

Alla luce dell'analisi pubblicata nel 2014 sull'operato delle autorità europee di vigilanza (*European Supervisory Authorities*, ESAs) e del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (ESFS)[69], la Commissione ha posto in consultazione un progetto per la revisione della suddetta architettura di vigilanza europea ove (tra l'altro) si richiede l'opinione degli interessati con riferimento alle ipotesi di rafforzamento di poteri diretti delle autorità europee[70].

6. Volendo trarre qualche conclusione dalle considerazioni dianzi esposte può dirsi che - *ictu oculi* - emerge una chiara diversità tra la realtà normativa concernente il mercato bancario e quella relativa al mercato finanziario.

Più in particolare, con riguardo al primo si individua una regolamentazione che appare sempre più orientata a traslare in ambito UE il complesso di poteri di controllo, con la conseguenza che in prospettiva saranno riscontrabili forme di più intensa omogeneizzazione disciplinare.

[68]Cfr. CAPRIGLIONE - SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione Europea. Le ragioni di un difficile incontro*, Padova, 2015; LUPO, *Parlamenti e Governi nella Costituzione "composita" dell'Unione Europea*, in Corso di diritto pubblico dell'economia, a cura di Pellegrini, cit., 141 ss.
[69]V. http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52014DC0509&from=EN.
[70]La consultazione è pubblicata su sito della Commissione Europea https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-esas-operations-consultation-document_en.pdf (per un primo commento, in relazione anche ai possibili sviluppi verso una regolazione "twin peaks" v. SCHOENMAKER – VERON, *EBA relocation should support a long-term 'twin peaks' vision,* su http://bruegel.org/ 2017/04/eba-relocation-should-support-a-long-term-twin-peaks-vision/.

Per converso, nella valutazione dei mercati finanziari tale passaggio di poteri si configura più limitato. È ben vero che gli anni recenti evidenziano una cessione di poteri dalle Autorità nazionali a quelle europee che recuperano (rivisitandola) la nota formula dei Comitati di cui alla Relazione Lamfalussy. Va precisato però che il menzionato trasferimento a livello europeo di una parte significativa dell'intervento pubblico è indicativo anche del tentativo di porre adeguato rimedio all'elevato livello di debolezza con riferimento alle tecniche di identificazione dei rischi per gli investitori e per i mercati finanziari in generale (ravvisato con la crisi), che l'eccessiva frammentazione dei mercati ha forse causato in larga parte[71].

In verità, a ben considerare, la definizione (in ambito UE) dei poteri di regolazione (*single rule book*) non dovrà avvenire in modalità avulsa dall'attività partecipativa delle Autorità nazionali, le quali conseguentemente dovranno essere capaci di contribuire al dibattito volto a definire e/o puntualizzare le statuizioni di secondo e terzo livello[72] (attraverso la partecipazione dei loro rappresentanti nei comitati tecnici - *Standing committee* - e, dunque, tramite l'esercizio del voto delle medesime nell'ambito dei *board* destinati ad assumere le decisioni finali su detti aspetti della regolazione).

Sotto altro profilo, c'è da chiedersi se in prospettiva è ipotizzabile un ampliamento delle forme di supervisione diretta dell'ESMA, al presente limitate (come si è detto) ai controlli sulle agenzie di rating e sulla materia dei *Trade Repositories*[73]. In particolare, viene in considerazione la possibilità di ricondurre all'ESMA un più approfondito vaglio delle concrete modalità d'essere delle operazioni in derivati, attività di vigilanza che di certo potrebbe consentire forme d'intervento idonee ad evi-

[71]Per approfondimenti si rinvia ai documenti dell'ESMA, *Strategic Orientation 2016-2020* e *Supervisory Work Programme*, 2016.

[72]V. ESMA, *Supervisory Work programme 2016*, p. 32, che tra gli obiettivi principali della sua attività ritiene essenziale "improve support to ESMA's Standing Committees and Technical Committees by promoting video, audio and web conference tools for ESMA's staff and stakeholders' use. Reduce manual workload and improve efficiency and traceability by starting making some workflows paperless such as document management, missions, payments and procurement".

[73]Così risulta anche dal documento ESMA, *Supervisory Work programme 2016*, cit., in base al quale, tra gli obiettivi di lavoro dal 2016 in poi assume particolare rilievo "Improve access to data on derivative contracts by ensuring Trade Repositories comply with EMIR requirements".

tare ripercussioni negative sui mercati rivenienti dall'uso a carattere meramente speculativo degli strumenti in parola. Sarebbe possibile superare, al contempo, la dubbia correttezza esecutiva che tali operazioni denotano ogni qualvolta siano finalizzate a traslare avanti nel tempo il peso di pregresse posizioni finanziarie[74].

Inoltre, se è ben vero che, in una prospettiva di medio-lungo termine, diverrà possibile una più ampia cessione di poteri da parte delle Autorità nazionali a quelle europee (in vista di una compiuta definizione/determinazione delle policy di vigilanza) è ipotizzabile, tuttavia, che tale evenienza si verificherà solo previa definizione del *single rule book*, cui presumibilmente farà seguito un rafforzamento della *supervisory convergence* verso la quale si concentrerà l'azione dell'ESMA, come è dato desumere da un apposito documento da quest'ultima pubblicato[75].

Tornando al ruolo della Consob nel mercato finanziario odierno, in definitiva appare plausibile sostenere che l'evoluzione di tale Autorità e dei suoi poteri, nel processo di europeizzazione del nostro sistema finanziario, registra una sorta di "valorizzazione" della sua autonomia.

A fronte di un sostanziale ridimensionamento dell'Autorità di vigilanza bancaria domestica le cui competenze sono ristrette alle sole banche non significative – e ad alcuni limitati poteri in specifiche materie (antiriciclaggio, ecc.[76]) - può dirsi che

[74]Cfr. ENGST, TROISI, *ESMA supervision. Specificity of the intervention in the derivatives market*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2013, p. 347 ss. Ci sia consentito anche il rinvio a PELLEGRINI, *Financial derivatives. Regulation and disputes in the Italian legal order*, in *Law and economics yearly review*, 2, 2013, parte 2.

[75]Sul punto v. ESMA, *Supervisory Work programme 2016*, p. 21, che enuclea tra i principali obiettivi 2016: "Foster consistent supervisory practices across the EU by leading peer reviews between National Competent Authorities"; laddove precisa altresì che "In order to foster supervisory convergence, ESMA will develop other supporting measures and use a wider range of tools aiming at facilitating and supporting NCAs in the effective application of new rules, in responding to new market developments, in the application of common basic standards of supervision. ESMA will also use tools designed to understand how rules or market developments are being supervised in practice to enable NCAs to improve their practices and/or ESMA to take actions to address a live issue. This can take various forms e.g. supervisory training, workshops, fora for discussion of live issue cases, thematic reviews, etc. (…) ESMA is tasked by the Market Abuse Regulation (MAR) to produce three sets of guidelines to be delivered before MAR enters into application on 3 July 2016".

[76]Più in particolare, tra le attività di supervisione non ricomprese nel Meccanismo unico di Vigilanza (SSM), restano prerogativa esclusiva delle autorità nazionali: la protezione dei consumatori, il contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo, la supervisione sui servizi di pagamento, le funzioni relative ai mercati degli strumenti finanziari, la vigilanza sui soggetti non bancari, i

sia rimasta pressoché immutata la sfera d'intervento della Consob, nonostante alcuni suoi poteri stiano traslando progressivamente in ambito UE. Se è vero che il baricentro della regolamentazione si sposta sempre di più in Europa, è anche vero che, nel comparto finanziario, rimane tuttora essenziale l'apporto domestico per quanto concerne la fase valutativa delle singole fattispecie, attività che continua ad essere fondamentalmente demandata alle "braccia" operose della nostra Autorità nazionale.

In ambito finanziario gli obiettivi futuri sono piuttosto ambiziosi: la creazione della *Capital Markets Union* e la redazione di un Testo Unico europeo dell'intermediazione finanziaria sono compiti tutt'altro che semplici e sono entrambi "focalizzati" a livello europeo[77]. Realizzare una piena centralizzazione della vigilanza *in subiecta materia* secondo il modello adottato nel settore bancario non è certamente agevole, perché in alcune aree il processo decisionale richiede la vicinanza agli investitori domestici a fronte di un numero degli operatori molto elevato[78].

Tutto ciò sembra non poter prescindere dal ruolo delle Autorità nazionali di vigilanza, proprio con riguardo alle forme operative nelle quali attualmente sembrano concentrarsi le critiche maggiori sulle stesse. Trattasi di un ruolo sicuramento diverso da quello rivestito in epoca antecedente alla crisi finanziaria, ma che con-

---

controlli sulle banche di paesi terzi che intendono operare nell'UE attraverso succursali o in regime di libera prestazione di servizi. Cfr. CAPRIGLIONE, *Unione monetaria e ruolo della BCE. Unione bancaria europea, SSM e SRM*, in Pellegrini (a cura di), Corso di diritto pubblico dell'economia, Padova, 2016, p.545 ss.

[77]Vedi, al riguardo, House of Commons, Committee of Public Accounts, *Financial services misselling: regulation and redress Forty-first Report of Session 2015–16*, 9 maggio 2016, nel quale il Parlamento inglese suggerisce le modalità di organizzazione della vigilanza sui mercati finanziari affinché sia veramente efficace (spec. parag. 3, 4, 5 sulla definizione della catena di controllo e responsabilità.

[78]Vi è la volontà di definire le tappe di un processo di riforma, da attuare con la necessaria gradualità nel corso dei prossimi anni. Il primo passo dovrebbe essere quello di centralizzare la vigilanza sulle attività *cross-border*, quali le infrastrutture di mercato e il post-trading, come già realizzato in materia di agenzie di *rating* e *trade repositories*. Il secondo dovrebbe essere quello di dotare l'autorità europea del potere di definire modelli e procedure di vigilanza vincolanti per quelle domestiche e di controllarne successivamente l'operato, anche mediante ricorso ad interventi sostitutivi (Incontro annuale con il mercato finanziario. Discorso del Presidente della Consob Giuseppe Vegas, 9 maggio 2016).

serva – in alcune fattispecie più che in altre – la sua essenzialità nel senso che una supervisione efficace non può essere disgiunta dall'esercizio di poteri "forti" da parte degli organismi nazionali il cui bagaglio di risorse organizzative e professionali non può e non deve andare disperso.

Le Autorità nazionali beneficiano della vicinanza al territorio e delle conoscenze relative al mercato, sicché sono in grado di migliorare la disciplina di settore attraverso l'emanazione (sempre più frequente) di raccomandazioni ovvero dando adeguate risposte a quesiti specifici degli operatori; a ciò si aggiunga il rilevante ruolo di supporto al legislatore nazionale per la "costruzione" della normativa tecnica riguardante gli intermediari, nonché l'opera di razionalizzazione e riduzione degli oneri amministrativi[79].

Viene, per tal via, legittimata una maggiore capacità interventistica della Consob; fermo restando che le attenzioni e le attività di tale Autorità dovranno probabilmente concentrarsi sull'affinamento del *risk based approach* di vigilanza e sull'effettività della propria attività ispettiva, sfera d'intervento con riguardo alla quale le richiamate notizie apparse sulla stampa specializzata hanno evidenziato carenze nei controlli esercitati[80].

Ciò posto, va sottolineato che la struttura organizzativa e le dotazioni della Consob non appaiono allo stato né sufficienti né ben efficientate. E' questa una situazione fattuale da tempo valutata criticamente in sedi diverse: essa è stata evidenziata dalla Corte dei Conti con riferimento alle gestioni dal 2010 al 2012[81]: è stata enfatizzata da tale autorevole organismo la limitata efficacia dell'azione di vigilanza della Consob, raccomandando "un'intensificazione dell'attività stessa", at-

[79]Sul tema si rimanda al recente *Discussion Paper* della Consob: CARBONE, FIAMMA, MARCELLI, MIRRA, ZAOTTINI, *La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob: dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'* equity crowdfunding, aprile 2016, disponibile su www.consob.it.
[80]V. *supra* nota 41.
[81]Cfr. Deliberazione n. 1/2014/G della Corte dei conti, Sezione centrale di controllo sulla gestione delle Amministrazioni dello Stato I, II e Collegio per il controllo sulle entrate, adunanza del 6 marzo 2014.

traverso un incremento "l'utilizzazione del personale nelle funzioni di 'front' office"; monito, questo, che non sembra sia stato recepito in pieno!

Appare ancora lungo e faticoso il cammino verso un'ottimale configurazione del mercato europeo dei servizi finanziari: i poteri dell'Autorità aumenteranno e saranno più incisivi (ad es. le già richiamate misure di *product intervention* previste dalla MiFID II); d'altro canto, le problematiche riscontrabili nell'attività saranno sempre più rilevanti (ad esempio, il caso recente dei due istituti di credito veneti), con ovvie implicazioni sulla complessità degli interventi da porre in essere.

Resta da chiarire se la Consob sarà in grado di far fronte ad un cambiamento che si sostanzia nell'attribuzione di nuove funzioni (da parte del legislatore europeo) e nel fronteggiare pericolosi e sempre più frequenti "focolai" che mettono a rischio la tutela del risparmiatore/investitore. Le innegabili professionalità dei tecnici dell'Autorità identificano un fattore di garanzia ai fini di un corretto esercizio della supervisione; non va escluso, peraltro, che un adeguato supporto degli stessi - attuato previo ricorso a strumenti legislativi ed organizzativi - possa essere d'ausilio per l'Autorità, rendendo più agevole ed incisiva la sua capacità interventistica, sì da impedire in futuro il triste fenomeno delle "amnesie" nella vigilanza, sopra ricordate.

Mirella Pellegrini

Ordinario di Diritto dell'economia

nell'Università Luiss "Guido Carli" di Roma

LE DEROGHE AL DIVIETO DI INDEBITAMENTO TRA FISCAL COMPACT E ARTICOLO 81 DELLA COSTITUZIONE[*,**]

(*Deviations to the Balanced Budget Rule between "Fiscal Compact" and Article 81 Constitution*)

ABSTRACT: *The essay aims at verifying which margins of manoeuvre remain for Italian constitutional bodies in defining macroeconomic policies, within the annual budgetary decision, after the Treaty on Stability Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (the so called "Fiscal Compact") and the Constitutional Law no. 1/2012 (revising, among others, Articles 81 and 97 of the Italian Constitution) introduced the balanced budget rule. It does so analysing the institutional practice, that is the cases in which the Italian Parliaments authorised, through a vote to be taken by the two Houses by an absolute majority of their members, deviations from the balanced budget rule due to "exceptional circumstances".*

In its first part, therefore, the main steps that brought to the approval and implementation of the Constitutional Law no. 1/2012 are recalled, as well as some interpretative issues raised by the formulation of the balanced budget rule, as a constitutional principle. In its second part, the six cases of parliamentary authorisations to new public debt due to "exceptional circumstances" are specifically analysed: five of them found their legal basis in the general clause provided by Article 6, parr. 3 and 5, Law no. 243/2012, while the most recent one invoked the specific clause embedded in the following par. 6, conceived for financial operations. In the third and final part, some conclusions are drawn on the adaptability of the new constitutional principles and the rationale and the effects originated, till now, by the requirement of a vote to be taken by an absolute majority of the two Houses.

[*]Contributo approvato dai revisori.

[**]Il contributo costituisce il frutto della stretta collaborazione dei due autori. Ad ogni modo, i paragrafi 2.2, 2.4, 4.2 devono essere attribuiti a Nicola Lupo e i paragrafi restanti a Renato Ibrido.

SOMMARIO: 1. Premessa: il nodo della praticabilità di politiche keynesiane a seguito della introduzione del divieto costituzionale di indebitamento. - 2. La riforma costituzionale del 2012. - 2.1. Il divieto costituzionale di ricorso all'indebitamento nel quadro delle misure europee di risposta alla crisi. - 2.2. Le diverse letture dell'intarsio fra Fiscal Compact e disciplina interna. - 2.3. Il divieto di indebitamento nella legge costituzionale n. 1 del 2012 e nella legge n. 243 del 2012. - 2.4. La natura giuridica dell'atto di autorizzazione all'indebitamento. - 3. Una analisi dei casi di autorizzazione parlamentare all'indebitamento. - 3.1. Il caso del DEF 2014: la deroga all'art. 81 Cost. al fine di accelerare il pagamento dei debiti della pubblica amministrazione. - 3.2. La Nota di aggiornamento al DEF 2014 e la controversia interpretativa sulla applicabilità della "regola del pollice". - 3.3. L'applicazione delle clausole di flessibilità in occasione della Nota di aggiornamento al DEF 2015. - 3.4. Il DEF e la NADEF 2016: tra recessione e spese eccezionali per l'emergenza sisma e la crisi migratoria. - 3.5. Il primo caso di applicazione dell'art. 6, c. 6 della legge n. 243 del 2012: il decreto-legge salva-risparmio 2016. - 4. Verso una conclusione. - 4.1. Il problema dell'indebitamento svincolato dalle spese di investimento e la responsabilità del decisore politico nazionale. - 4.2. Una revisione costituzionale frutto di ragione o sentimento?

1. Il grado di duttilità della nuova disciplina contenuta nella legge cost. n. 1 del 2012 e in particolare la teorica praticabilità di politiche keynesiane a seguito della introduzione del divieto costituzionale di indebitamento sono al centro di un vivace contrasto interpretativo, che coinvolge, come è del resto naturale, sia economisti, sia giuristi. Volendo semplificare un dibattito ovviamente molto più complesso possono individuarsi due principali linee di ragionamento.

Secondo una prima lettura, la legge costituzionale n. 1 del 2012 non si sarebbe limitata a esprimere una preferenza di base a favore di una specifica teoria economica di orientamento antikeynesiano. Piuttosto, essa consentirebbe politiche macroeconomiche in funzione anticiclica soltanto nella misura consentita da criteri definiti in sede sovrannazionale. Sicché, secondo questa ricostruzione, una politica nazionale di bilancio elaborata nel rispetto di parametri macroeconomici sagomati su scala europea anziché su scala nazionale non potrebbe mai essere considerata «autenticamente anticiclica in senso keynesiano»[1]. Da qui, addirittura, una pretesa potenziale antino-

[1]Cfr. CHESSA, *La Costituzione della moneta. Concorrenza indipendenza della banca centrale pareggio di bilancio*, Napoli, Jovene, 2016, 395 ss. e spec. 408. Cfr. anche ID., *Pareggio strutturale di*

mia fra la nuova disciplina e i principi supremi dell'ordinamento costituzionale italiano. Dinanzi alla violazione della norma costituzionale programmatica che prescrive il diritto al lavoro e dunque l'obiettivo di assicurare il più alto livello possibile di occupazione (art. 4 Cost.) e/o della norma competenziale la quale mette a disposizione dei titolari dell'indirizzo politico l'intero spettro delle politiche economiche emergerebbe, nella prospettiva accolta da questo orientamento, l'ipotesi di attivazione dei controlimiti a tutela del nucleo indefettibile del diritto costituzionale italiano[2].

Al contrario, secondo una diversa interpretazione – sostenuta anche da autori che pure non hanno risparmiato severe critiche alla riforma costituzionale del 2012 – la nuova disciplina conserverebbe «in buona misura l'originaria duttilità voluta dai Costituenti»[3]. In altre parole, rimarrebbe ferma la tendenziale neutralità, in tema di linee di politica economica, dell'art. 81 Cost., il quale, nella versione originaria, non ha inteso imbrigliare l'indirizzo politico di maggioranza ad alcuna specifica teoria economica[4]. La riforma costituzionale si limiterebbe invece a fissare alcuni "paletti" ulteriori, soprattutto di carattere procedurale, ad esempio richiedendo, ai fini del ricorso all'indebitamento congiunturale per eventi eccezionali, espresse e specifiche autorizzazioni parlamentari da deliberarsi con il *quorum* della maggioranza assoluta. Residuerebbero così alcuni potenziali margini di applicazione di politiche keynesiane, le quali

bilancio, keynesismo e unione monetaria, in Quad. cost., 2016, n. 3, 455 ss. Per la tesi secondo la quale il Parlamento – a seguito della riforma – non sarebbe più il titolare della politica economica, cfr. poi FERRARA, *Regressione costituzionale*, in *Costituzionalismo*, 2012. Cfr. altresì DANI, *Numeri e principio democratico: due concezione a confronto nel diritto pubblico europeo*, in BERGONZINI – BORELLI – GUAZZAROTTI (curr.), *La legge dei numeri. Governance econonomica europea e marginalizzazione dei diritti*, Napoli, Jovene, 2016, 101 ss.

[2]Cfr. CHESSA, *La Costituzione della moneta. Concorrenza indipendenza della banca centrale pareggio di bilancio*, cit., spec. 418 ss.; DE IOANNA, *Costituzione fiscale e democrazia rappresentativa: un cambio di paradigma*, in *Cultura giuridica e diritto vivente*, *special issue*, 2015, 81 ss. Sulla categoria dei principi supremi, cfr., da ultimo, FARAGUNA, *Ai confini della Costituzione: principi supremi e identità costituzionale*, Milano, FrancoAngeli, 2015.

[3]Così LUCIANI, *L'equilibrio di bilancio e i principi fondamentali: la prospettiva del controllo di costituzionalità*, in www.cortecostituzionale.it, 2013, 18. In questo senso, cfr. altresì SCACCIA, *L'equilibrio di bilancio fra Costituzione e vincoli europei*, in *Oss. fon.*, 2, 2013, spec. 9; PINELLI, *Interpretazione e interpreti dell'equilibrio di bilancio*, in *Astrid*, 6, 2015, spec. 5; MORRONE, *Pareggio di bilancio e stato costituzionale*, in *Lavoro e diritto*, 3, 2013, 357 ss.; CABRAS, *L'introduzione del principio del c.d. pareggio di bilancio: una regola importante per la stabilizzazione della finanza pubblica*, in *Quad. cost.*, 1, 2012, 113 ss.

[4]Cfr. BERGONZINI – RIVOSECCHI, *L'art. 81 Cost. e le procedure finanziarie*, in *Il Parlamento dopo il referendum costituzionale. Il Filangieri. Quaderno 2015-2016*, Napoli, Jovene, 2017, 239 ss.

però si atteggerebbero a misure di tipo eccezionale o comunque residuale, da gestire comunque con grande attenzione[5].

Obiettivo di questo contributo è verificare se dalle prime prassi applicative relative alle autorizzazioni parlamentari all'indebitamento per eventi eccezionali sia possibile desumere indicazioni utili a favore dell'una o dell'altra tesi; e dunque, in ultima battuta, delineare gli spazi che effettivamente residuano agli organi costituzionali italiani, in quanto titolari dell'indirizzo politico, nell'ambito della decisione di bilancio.

Nella prima parte del contributo, pertanto, si ripercorrono le principali tappe che hanno condotto alla approvazione e attuazione della riforma costituzionale del 2012 e alcuni problemi di ordine ermeneutico posti dal divieto di indebitamento (par. 2). Nella seconda parte, invece, si esaminano i sei casi di autorizzazioni parlamentari all'indebitamento per eventi eccezionali che sono intervenute dall'entrata in vigore della riforma a oggi: mentre nei primi cinque casi è stata attivata la clausola di carattere generale di cui all'art. 6, cc. 3 e 5 della legge n. 243 del 2012, nel più recente caso del fondo "salva-risparmio" ha ricevuto applicazione la diversa e più specifica previsione dell'art. 6, c. 6 della medesima legge[6] (par. 3). Alla luce di queste deroghe, nella parte finale svilupperemo alcune considerazioni sul grado di duttilità mostrato dalla nuova disciplina costituzionale e sull'impatto che l'indebitamento non collegato all'investimento può determinare sulla tenuta della solidarietà intergenerazionale, oltre che sull'esito che il *quorum* della maggioranza assoluta ha in effetti determinato (par. 4).

2: 2.1. L'approccio con il quale l'Unione europea ha cercato di rispondere alla crisi economico-finanziaria e dei debiti sovrani ha seguito due strategie distinte, ma al

[5]In questo senso, cfr. BRANCASI, *Bilancio (equilibrio di)*, in *Enc. dir. Annali*, VII, Milano, Giuffrè, 2014, 173 ss., spec. 181, e ANTONINI, *Introduzione. I vincoli costituzionali al pareggio di bilancio tra (indebiti) condizionamenti delle dottrine economiche e (possibili) prospettive*, in ID. (cur.), *La domanda inevasa*, Bologna, Il mulino, 2016, 13 ss., spec. 52.

[6]Come si vedrà, l'art. 6, c. 6 della l. 243 del 2012 si riferisce a una ipotesi specifica di ricorso all'indebitamento, ossia quella relativa alla realizzazione di operazioni relative alle partite finanziarie. Cfr. *infra* par. 3.5.

tempo stesso complementari[7].

In primo luogo, l'Unione europea ha cercato di assicurare un sostegno immediato agli Stati in difficoltà per mezzo di inediti programmi di assistenza finanziaria[8]. All'istituzione di appositi meccanismi di aiuto finanziario (*European Financial Stabilisation Mechanism*; *European Financial Stability Facility*; *European Stability Mechanism*[9]) si sono poi aggiunte le operazioni non convenzionali della BCE, le quali sono state ritenute conformi ai Trattati in esito a un dialogo serrato fra la Corte di giustizia e il Tribunale costituzionale federale tedesco[10]. Questo primo approccio era essenzial-

[7]Per una comparazione fra le crisi innescate dalla vicenda dei *mutui subprime* e la Grande Depressione degli anni Trenta, cfr. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2008). Il caso italiano*, cit.; CIOCCA, *1929 e 2009: due crisi commensurabili?*, in *Apertacontrada*, 2009; REINHART – ROGOFF, *This time is different: eight centuries of financial folly*, Princeton, PUP, 2009, tr. it.: *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*, Milano, Il Saggiatore, 2010; FONDERICO – VESPERINI, *Il salvataggio pubblico delle banche*, in NAPOLITANO (cur.), *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, Bologna, il Mulino, 2012, 17 ss. Sull'impatto "costituzionale" della crisi economica, senza alcuna pretesa di esaustività, cfr. CONTIADES (cur.), *Constitutions in the global financial crisis: a comparative analysis*, Farnham, Ashgate, 2013; BALAGUER CALLEJÓN –AZPITARTE SÁNCHEZ – ENRIQUE GUILLÉN LÓPEZ – SÁNCHEZ BARRILAO (cur.), *El impacto de la crisis económica en las instituciones de la Unión Europea y de los Estados miembros*, Pamplona, Thomson-Reuters Aranzadi, 2015; BALAGUER CALLEJÓN, *Crisis económica y crisis constitucional en Europa*, in *Revista española de derecho constitucional*, 98, 2013, 91 ss.; CERRINA FERONI – FERRARI (cur.), *Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato: modelli comparati e prospettive*, Torino, Giappichelli, 2012; BIFULCO – ROSELLI (cur.), *Crisi economica e trasformazioni della dimensione giuridica. La costituzionalizzazione del pareggio di bilancio tra internazionalizzazione economica, processo di integrazione europea e sovranità nazionale*, Torino, Giappichelli, 2013; GRASSO, *Il costituzionalismo della crisi. Uno studio sui limiti del potere e sulla sua legittimazione al tempo della globalizzazione*, Napoli, Editoriale scientifica, 2012. Nell'ambito della sociologia del diritto, cfr. inoltre KJAER – TEUBNER – FEBBRAJO (cur.), *The Financial Crisis in Constitutional Perspective: The Dark Side of Functional Differentiation*, Oxford, Hart, 2011. Sulle diverse narrative della crisi, cfr. POIARES MADURO, *A New Governance for the European Union and the Euro: Democracy and Justice*, in *RSCAS Policy Papers*, 2012.

[8]Per una tassonomia degli strumenti adottati nel corso della crisi, cfr. CANEPA, *Crisi dei debiti sovrani e regolazione europea: una prima rassegna e classificazione di meccanismi e strumenti adottati nella recente crisi economico-finanziaria*, in *Rivista AIC*, 1, 2015.

[9]Con particolare riferimento alle misure di assistenza finanziaria alla Grecia e le loro ripercussioni sui principi democratici dell'Unione europea, cfr. FASONE, *Il caso del terzo pacchetto di aiuti finanziari alla Grecia e le asimmetrie nei poteri costituzionali dei Parlamenti nazionali*, in *DPCE online*, 1, 2016.

[10]Sul rinvio pregiudiziale del Tribunale costituzionale federale tedesco in occasione della decisione OMT I, cfr. DI MARTINO, *Le Outright Monetary Transactions tra Francoforte, Karlsruhe e Lussemburgo. Il primo rinvio pregiudiziale del BVERFG*, in *Federalismi*, 1, 2014; SAITTO, *Economia e stato costituzionale. Contributo allo studio della "Costituzione economica" in Germania*, Milano, Giuffrè, 2015, 322 ss., nonché il numero speciale di *German Law Journal*, 2, 2014. Sulla decisione della Corte di giustizia, cfr. MANZELLA – PINELLI – GIANNITI, *Politica monetaria e politica economica nell'Unione europea*, in *Astrid-Rassegna*, 19, 2015; PISANESCHI, *Legittimo secondo la Corte di Giustizia il piano di allentamento monetario (OMT) della BCE. Una decisione*

mente finalizzato a «salvare il salvatore»[11] attraverso operazioni di sostegno finanziario di secondo grado, così evitando che "fallimenti del mercato" potessero trasformarsi in "fallimenti degli Stati"[12].

In secondo luogo, l'Unione europea ha affiancato agli strumenti di contenimento del processo degenerativo alcuni rimedi strutturali, idonei a prevenire il ripetersi di situazioni emergenziali tali da richiedere analoghi interventi di salvataggio dei paesi in difficoltà (e anche per evitare fenomeni di azzardo morale da parte di alcuni stati membri), tra l'altro al fine di irrobustire la fiducia dei mercati nei confronti dell'Euro. Possono essere incluse nell'ambito di questo secondo indirizzo strategico le più intense forme di coordinamento fra le politiche economiche degli Stati membri realizzate nell'ambito della nuova *governance* economica.

Invero, l'esigenza di un coordinamento più stretto fra le politiche economiche era stata già avvertita nell'Unione europea ben prima che cominciassero a manifestarsi i sintomi di turbolenza economico-finanziaria. In un primo momento, peraltro, i meccanismi di coordinamento *soft* allora esistenti erano stati ritenuti sufficienti, nella convinzione diffusa che la spinta unificatrice dell'Euro avrebbe condotto a ridurre gli squilibri macroeconomici fra gli Stati membri[13]. In realtà, ciò è avvenuto solo in parte

importante anche in relazione alla crisi greca, in *Federalismi*, 13, 2015; FARAGUNA, *La Corte di Giustizia strizza l'occhio alla Corte di Karlsruhe nel caso Gauweiler (OMT)*, in *Quad. cost.*, 3, 2015, 798 ss. Sulla sentenza OMT II del Tribunale costituzionale federale tedesco, cfr. DE PETRIS, *Un compromesso responsabile: la risposta del Tribunale costituzionale federale tedesco alla sentenza della Corte di Giustizia sul rinvio pregiudiziale di Karlsruhe*, in *Federalismi*, 13, 2016; FARAGUNA, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul caso OMT/Gauweiler*, in *Diritti comparati working papers*, 2016; SAITTO, *Il Bundesverfassungsgericht e l'Europa tra istanze "controdemocratiche", principio di responsabilità e difesa della democrazia rappresentativa alla luce del caso OMT*, in *Costituzionalismo*, 2017.

[11]Cfr. NAPOLITANO, *La crisi del debito sovrano e il rafforzamento della* governance *economica europea*, in ID. (cur.), *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, cit., 383 ss. e spec. 384-385.

[12]Una linea di sviluppo che secondo SOMMA, *Economia sociale di mercato e scontro tra capitalismi*, in *DPCE online*, 4, 2015, spec. 19, avrebbe profondamente trasformato il ruolo del debito, il quale verrebbe a presentarsi non più come un elemento fisiologico della società capitalistica bensì come una patologia dell'ordine. Il rapporto debitorio diventerebbe così il paradigma delle relazioni tra l'UE e gli stati membri.

[13]Il punto è in particolare evidenziato da DEL GATTO, *Il metodo aperto di coordinamento. Amministrazioni nazionali e amministrazione europea*, Napoli, Jovene, 2012, spec. 43 ss.

– e per lo più nel primo decennio di vita della moneta unica[14] – sicché l'Unione europea è stata chiamata a ripensare profondamente i propri meccanismi di *governance* economica.

In particolare, il 2 marzo 2012, 25 Stati membri dell'Unione hanno firmato a Bruxelles il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'Unione economica e monetaria (c.d. *Fiscal Compact*)[15]. Tale trattato prevede una serie di strumenti finalizzati a potenziare il coordinamento *ex ante* delle politiche economiche, quali l'istituzionalizzazione dell'*Euro Summit* (o Vertice Euro[16]), delinea un rafforzamento della cooperazione interparlamentare in materia e ribadisce i contenuti del c.d. "semestre europeo", vale a dire il ciclo di coordinamento delle politiche economiche nella cornice del quale ciascun paese è chiamato a negoziare le misure necessarie per garantire l'equilibrio finanziario e di bilancio[17]. Il *Fiscal Compact* ha introdotto altresì vincoli di bilancio più stringenti[18], impegnando gli Stati firmatari a rece-

[14]Cfr. BRUNI –VILLAFRANCA, *La* governance *economica tra squilibri globali e prospettive dell'Unione europea: l'interesse italiano*, in *Osservatorio di politica internazionale*, Senato della Repubblica, 2011.

[15]Sebbene si tratti di uno strumento pattizio internazionale, l'art. 16 prevede che «al più tardi entro cinque anni dalla data di entrata in vigore del presente trattato, sulla base di una valutazione dell'esperienza maturata in sede di attuazione, sono adottate in conformità del Trattato sull'Unione europea e del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea le misure necessarie per incorporare il contenuto del presente trattato nell'ordinamento giuridico dell'Unione europea». Il *Fiscal Compact* è entrato in vigore il 1° gennaio 2013.

[16]L'*Euro Summit* (o Vertice Euro) riunisce i Capi di stato o di governo dei paesi membri che adottano la moneta unica, il Presidente dell'*Euro Summit* (attualmente coincidente con il Presidente del Consiglio europeo) e il Presidente della Commissione europea. Il Presidente della BCE è invitato a partecipare alle riunioni del Vertice Euro. Possono inoltre essere invitati a partecipare il Presidente dell'Eurogruppo e il Presidente del Parlamento europeo nonché i *leader* dei paesi non Euro che hanno ratificato il *Fiscal Compact*. Il Presidente dell'*Euro Summit* è eletto a maggioranza semplice dal Vertice contestualmente all'elezione del Presidente del Consiglio europeo. Egli rimane in carica due anni e mezzo. L'*Euro Summit* è chiamato a fornire orientamenti strategici in merito alla politica economica dell'Eurozona.

[17]Sul semestre europeo, cfr. in particolare ARMSTRONG, *The New Governance of EU Fiscal Discipline*, in *European Law Review*, 5, 2013, 601 ss. Sulle ricadute del semestre europeo sull'ordinamento italiano, cfr. CAPUANO – GRIGLIO, *La nuova* governance *economica europea. I risvolti sulle procedure parlamentari italiane*, in MANZELLA – LUPO (cur.), *Il sistema parlamentare euro-nazionale. Lezioni*, cit., 227 ss. e spec. 231 ss. e, in una prospettiva politologica, CAVATORTO –FERRERI, Governance *economica europea in tempi di crisi e scelte di policy nazionali: l'austerità nel discorso parlamentare italiano*, in MOINI (cur.), *Neoliberismi e azione pubblica. Il caso italiano*, Roma, Ediesse, 2015, 71 ss.

[18]In particolare, i paesi che si trovino in una situazione di disavanzo eccessivo devono predisporre un programma di partenariato economico e di bilancio approvato dal Consiglio e dalla Commissione.

pire «la "regola del pareggio di bilancio" […] tramite disposizioni vincolanti, permanenti e preferibilmente di natura costituzionale»[19].

Ai nuovi vincoli di bilancio definiti dal *Fiscal Compact* ha fatto seguito la legge costituzionale n. 1 del 2012, la quale è intervenuta sul testo dell'art. 81 Cost., modificando altresì gli artt. 97, 117 e 119 Cost[20]. L'art. 5 della legge costituzionale ha poi rinviato la sua attuazione a una legge rinforzata (o, secondo altra terminologia, organica[21]; si è anche parlato di "legge-quadro"[22]) da approvarsi a maggioranza assoluta

---

Tale programma è sottoposto a monitoraggio in sede di attuazione. In caso di mancato rispetto degli impegni adottati, apposite sanzioni possono essere irrogate dalla Corte di giustizia.

[19] Sulla riforma costituzionale del 2012, nella sterminata letteratura, cfr. almeno LIPPOLIS – LUPO – SALERNO – SCACCIA (cur.), *Costituzione e pareggio di bilancio (Filangieri, Quaderno 2011)*, Napoli, Jovene, 2011; MORRONE (cur.), *La Costituzione finanziaria. La decisione di bilancio dello Stato costituzionale europeo*, Torino, Giappichelli, 2015; MORRONE, *Pareggio di bilancio e stato costituzionale*, cit., 357 ss.; LUCIANI, *Costituzione, bilancio, diritti e doveri dei cittadini*, in *Scritti in onore di Antonio D'Atena*, III, Milano, Giuffrè, 2015, 1673 ss.; BIFULCO, *Jefferson, Madison e il momento costituzionale dell'Unione. A proposito della riforma costituzionale sull'equilibrio di bilancio*, in *Rivista AIC*, 2, 2012; DI GASPARE, *Il nuovo art. 81 Costituzione: dallo Stato finanziatore allo Stato scommettitore?*, in *Amm. in camm.*, 2015; DI GASPARE, *Funambolismi di finanza pubblica: il nuovo art. 81 Costituzione e la legge di stabilità*, in *Amm. in camm.*, 2016; CIOLLI, *Le ragioni dei diritti e il pareggio di bilancio*, Roma, Aracne, 2012; GRASSO, *Il costituzionalismo della crisi. Uno studio sui limiti del potere e sulla sua legittimazione al tempo della globalizzazione*, cit., 92 ss.; G. RIVOSECCHI, *Il c.d. pareggio di bilancio tra Corte e legislatore, anche nei suoi riflessi sulle regioni: quando la paura prevale sulla ragione*, in *Rivista AIC*, 3, 2012; BUZZACCHI, *Bilancio e stabilità. Oltre l'equilibrio finanziario*, Milano, Giuffè, 2015; BERGONZINI, *Parlamento e decisioni di bilancio*, Milano, FrancoAngeli, 2014, spec. 161 ss.; BILANCIA, *Note critiche sul c.d. "pareggio di bilancio"*, in *Rivista AIC*, 2, 2012. Sulla costituzionalizzazione del pareggio di bilancio in una prospettiva comparatistica, cfr. ADAMS – FABBRINI – LAROUCHE (cur.), *The Constitutionalization of European Budgetary Constraints*, Oxford, Hart, 2014; BIFULCO, *Le riforme costituzionali in materia di bilancio in Germania, Spagna e Italia alla luce del processo federale europeo*, in BIFULCO – ROSELLI (cur.), *Crisi economica e trasformazioni della dimensione giuridica. La costituzionalizzazione del pareggio di bilancio tra internazionalizzazione economica, processo di integrazione europea e sovranità nazionale*, cit., 139 ss. Con specifico riferimento all'ordinamento spagnolo, cfr. GARCÍA ROCA – MARTÍNEZ LAGO (cur.), *Estabilidad Presupuestaria y Consagración del Freno Constitucional al Endeudamiento*, Madrid, Civitas, 2013.

[20] Il 22 febbraio 2017, la Commissione europea – in ossequio all'art. 8 del *Fiscal Compact* – ha presentato la relazione con la quale ha dato conto dell'attuazione negli stati firmatari dell'obbligo di recepire i nuovi vincoli di bilancio. Con riferimento all'ordinamento italiano, la Commissione ha formulato un giudizio positivo, concludendo che «*The national provisions adopted by Italy are compliant with the requirements set in Article 3(2) of the TSCG and in the common principles in light of the clarifications provided by the national authorities on the substance of the correction mechanism and the formal commitment provided by the national authorities to apply the comply-or-explain principle in line with the common principles*».

[21] Riflettendosi "a caldo" sulla riforma costituzionale (LUPO, *La revisione costituzionale della disciplina di bilancio e il sistema delle fonti*, in *Costituzione e pareggio di bilancio. Il Filangieri. Quaderno 2011*, 2012, 89 ss. e spec. 108 ss.), si è sostenuto che la legge attuativa dell'art. 81, c. 6, Cost. presentasse tutte le caratteristiche che consentono di ricondurla alla categoria delle "leggi

dei componenti di ciascun ramo del Parlamento[23].

Questa legge è stata approvata sul finire della XVI legislatura: si tratta della legge 24 dicembre 2012, n. 243 ("Disposizioni per l'attuazione del principio del pareggio di bilancio ai sensi dell'articolo 81, sesto comma, della Costituzione"). Come è noto, la conclusione della XVI legislatura ha subito un lieve anticipo, il che ha comportato un *iter* particolarmente breve per la legge in questione (da approvarsi entro il 28 febbraio 2013, ai sensi dell'art. 5, c. 3, della legge costituzionale n. 1 del 2012), durato complessivamente meno di un mese[24]: la proposta di legge, a prima firma dell'on. Giancarlo Giorgetti (presidente della V Commissione bilancio della Camera) è stata depositata il 27 novembre 2012 ed approvata definitivamente dal Senato, nel medesimo testo trasmesso dalla Camera, il 20 dicembre 2012. Una tempistica siffatta non ha certamente agevolato, tra l'altro, il coinvolgimento delle autonomie territoriali[25], né il confronto tra le forze politiche sulle principali opzioni di merito compiute dal legislatore in attuazione della revisione costituzionale.

Sul piano formale, la legge è stata approvata con una maggioranza superiore alla soglia della maggioranza assoluta in ambedue i rami del Parlamento, soglia che le

organiche", in quanto ad essa è garantita una competenza definita in termini tassativi e al tempo stesso riservata, di talché può considerarsi come una fonte distinta tanto dalle leggi costituzionali quanto dalle leggi ordinarie: idonea a resistere all'abrogazione da parte di queste ultime e suscettibile di andate ad integrare il parametro nel giudizio di costituzionalità. Una lettura non dissimile è stata adottata sia dal legislatore, che come vedremo ha ritenuto di intervenire con un provvedimento *ad hoc*, anch'esso approvato a maggioranza assoluta, quando ha inteso modificarla, sia dalla Corte costituzionale (sent. n. 88/2014), la quale ha peraltro preferito parlare di "legge rinforzata".

[22]Così CARNEVALE, *La revisione costituzionale nella prassi del "terzo millennio". Una rassegna problematica* (2013), ora in ID., *Rivedere la Costituzione: la forma, la prassi*, Napoli, ES, 2016, 17 ss., spec. 60 ss.

[23]Ai sensi dell'art. 5 della l. cost. n. 1 del 2012, inoltre, «le Camere, secondo modalità stabilite dai rispettivi regolamenti, esercitano la funzione di controllo sulla finanza pubblica con particolare riferimento all'equilibrio tra entrate e spese nonché alla qualità e all'efficacia della spesa delle pubbliche amministrazioni». Su questo rinvio ai Regolamenti parlamentari e sulla natura della legge di attuazione della riforma costituzionale, cfr. GRIGLIO, *Il "nuovo" controllo parlamentare sulla finanza pubblica: una sfida per i "nuovi" regolamenti parlamentari*, in *Oss. fon.* 1, 2013, 6 ss.

[24]Segnalano questo aspetto BERGONZINI, *Parlamento e decisioni di bilancio*, cit., 187 s. e BARTOLUCCI, *La legge "rinforzata" n. 243 del 2012 (e le sue prime modifiche) nel sistema delle fonti*, in *Oss. fon.*, 3, 2016, 7 ss. Sulla conclusione della XVI legislatura cfr. OLIVETTI, *Il tormentato avvio della XVII legislatura: le elezioni politiche, la rielezione del Presidente Napolitano e la formazione del governo Letta*, in *Amm. in camm.*, 2, 2014, 2 ss.

[25]Cfr. BARTOLUCCI, *La legge "rinforzata" n. 243 del 2012 (e le sue prime modifiche) nel sistema delle fonti*, cit., 8.

Presidenze di Assemblea hanno entrambe richiamato in occasione delle relative votazioni[26]. Essa si apre con un articolo che, dopo aver enunciato, al comma 1, che «la presente legge costituisce attuazione dell'articolo 81, sesto comma, della Costituzione, come sostituito dalla legge costituzionale 20 aprile 2012, n. 1, e dell'articolo 5 della medesima legge costituzionale», precisa che essa «può essere abrogata, modificata o derogata solo in modo espresso da una legge successiva approvata ai sensi dell'articolo 81, sesto comma, della Costituzione».

In effetti, a tale prescrizione si è scrupolosamente attenuto il legislatore successivo che, con legge 12 agosto 2016, n. 164 ("Modifiche alla legge 24 dicembre 2012, n. 243, in materia di equilibrio dei bilanci delle regioni e degli enti locali"), ha apportato, su iniziativa del Governo, una serie di modifiche testuali alla legge n. 243 del 2012, volte a tenere conto della nuova disciplina in materia di armonizzazione dei bilanci regionali nel frattempo intervenuta e a dettare un quadro di regole diverso dal tradizionale "patto di stabilità interno"[27]. Anche per tale legge, intervenuta (non a caso) parallelamente ad un'altra legge che – su iniziativa parlamentare – ha invece modificato la legislazione ordinaria in materia e in particolare quella contenuta nella legge n. 196 del 2009[28], le Presidenze di Assemblea hanno rilevato, al momento della

[26]Cfr. A.C., XVI legislatura, res. sten., 12 dicembre 2012, 32 ss.; A.S., XVI legislatura, res. sten., 20 dicembre 2012, 129 (la necessità della maggioranza assoluta viene invero richiamata altre volte, in precedenza, dal Presidente, al fine evidentemente di assicurare un'adeguata partecipazione alla relativa votazione). Si osservi che, ai sensi dell'art. 107, c. 3 Reg. Sen., «prima della votazione di una proposta per la cui approvazione sia richiesto il voto favorevole di una maggioranza dei componenti del Senato, può essere disposto dal Presidente l'accertamento del numero dei presenti». L'art. 46, c. 3 Reg. Cam. stabilisce invece che «La Presidenza non è obbligata a verificare se l'Assemblea o la Commissione sia, oppure no, in numero legale per deliberare, se non quando ciò sia richiesto rispettivamente da venti o quattro deputati e l'Assemblea o la Commissione stia per procedere ad una votazione per alzata di mano».

[27]Cfr., in particolare, la replica del viceministro Morando, in A.C., XVII legislatura, res. sten., 1 agosto 2016, 14 ss. In dottrina, cfr. NARDINI, *La legge n. 163 del 2016: un ulteriore tassello del processo di riforma del bilancio dello stato*, in corso di pubblicazione.

[28]Il riferimento è alla legge 4 agosto 2016, n. 163, recante "Modifiche alla legge 31 dicembre 2009, n. 196, concernenti il contenuto della legge di bilancio, in attuazione dell'articolo 15 della legge 24 dicembre 2012, n. 243", su cui cfr. PEREZ, *Il ritorno del bilancio*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2016, n. 6, p. 758 s., LO CONTE, *La riforma della contabilità pubblica*, ivi, 765 ss. e BERGONZINI, *La riforma della legge di contabilità pubblica (l. n. 163/2016): le principali novità (e alcuni profili critici)*, in *Federalismi*, 9, 2017.

votazione finale, la necessità della maggioranza assoluta[29].

Sono invece mancate non tanto una numerazione autonoma di tali leggi, ma anche soltanto, nelle note sui "lavori preparatori" pubblicate in Gazzetta Ufficiale, ogni indicazione sulla maggioranza richiesta per l'approvazione della legge n. 243 del 2012, così come per la legge n. 164 del 2016. Sembra però trattarsi di una mera (ancorché censurabile) dimenticanza, che non altera la conclusione per cui la maggioranza assoluta occorrerà anche per tutte le leggi successive che intendano modificare la legge in questione, che discende dall'art. 81, c. 6, della Costituzione e che è riconosciuta dall'art. 1, c. 2, della legge n. 243 del 2012.

2.2. L'intreccio nella esaminata disciplina fra fonti di diritto internazionale (quale sicuramente è il *Fiscal Compact*), fonti (di diritto derivato) dell'ordinamento dell'Unione europea (in particolare, le norme del *six-pack* e del *two-pack*[30]) e fonti nazionali (costituzionali e subcostituzionali) ha riproposto il delicato problema dei rapporti tra la Costituzione nazionale e l'ordinamento dell'Unione europea.

La vicenda in esame si presta a essere letta come una conferma della tesi che afferma la natura "composita" della Costituzione europea: nel senso che tale Costituzione si compone necessariamente di elementi ricavati dall'ordinamento dell'Unione europea e da elementi tratti dagli ordinamenti costituzionali degli Stati membri, mutualmente intrecciati mediante l'azione di clausole-valvola che auto-limitano ciascun ordinamento[31]. È perciò assai difficile cogliere gli uni senza aver presenti gli altri.

Le reciproche influenze giocano in ambedue le direzioni: i caratteri propri degli elementi tipici dell'ordinamento dell'Unione europea si correlano strettamente – si pensi alle procedure di revisione, ordinaria e semplificate, o al ruolo del corpo elettorale, tramite elezioni e referendum – agli assetti degli ordinamenti costituzionali dei singoli Stati membri; e, viceversa, i processi di revisione delle Costituzioni nazionali,

[29]Cfr. A.S., XVII legislatura, res. sten., 13 luglio 2016, 56; A.C., XVII legislatura, res. sten., 2 agosto 2016, 40.
[30]Il *six-pack* è composto da cinque Regolamenti (nn. 1173, 1174, 1175, 1176, 1176 del 2011) e una direttiva (n. 85 del 2011). Il *two-pack* è invece formato dai Regolamenti n. 472 e 473 del 2013.
[31]Cfr. BESSELINK, *A Composite European Constitution*, Groningen, Europa Law Publishing, 2007.

specie quelli più recenti, spesso si spiegano in quanto collegati, più o meno strettamente, a mutamenti in atto a livello sovranazionale[32]. Come è stato acutamente notato, si realizza così una «*mutual dependence of the legal and constitutional orders involved, which together might be said to form the 'composite' constitutional order of Europe, a 'compact' in which the one cannot do without the other*»[33].

Per effetto della legge costituzionale n. 1 del 2012, che chiaramente adempie a quanto richiesto dal *Fiscal Compact*, il vincolo finanziario è assunto in modo chiaro ed esplicito anche dalle Costituzioni e dalle classi politiche nazionali.

La sua funzione, probabilmente, si coglie meglio se ci si prova a porre dal punto di vista degli attori che operano nei singoli ordinamenti degli Stati membri. Nella situazione anteriore, infatti, poteva essere persino considerato razionale (o quanto meno "furbo"), per le classi politiche nazionali, riuscire ad eludere tale vincolo, in nome dell'interesse nazionale (inteso come interesse particolare e a breve termine, evidentemente); o quantomeno era assai forte la tentazione di addossare integralmente all'ordinamento europeo la responsabilità di politiche economiche restrittive[34], senza però dotare quest'ultimo, al tempo stesso, di incisivi ed informati meccanismi di controllo. L'esempio della Grecia è fin troppo eloquente, in proposito, per necessitare di ulteriori illustrazioni.

Oggi ciò non pare più possibile, almeno a stare, come compete ai giuristi, al quadro normativo. Una volta che il vincolo è stato (anche) nazionalizzato e costituzionalizzato, esso deve intendersi come fatto proprio e condiviso anche dalle classi politiche e dalle istituzioni nazionali. Che tale vincolo sia stato approvato controvoglia, in quanto "imposto dall'Europa", e in modo quasi clandestino, come mostrano la rapi-

[32]Una quota significativa delle revisioni costituzionali intervenute nell'ultimo ventennio negli stati membri dell'Unione europea può ritenersi, infatti, EU-*driven* – basti pensare al caso della legge costituzionale n. 1 del 2012 – o almeno EU-*oriented*, come ad esempio in occasione della riforma dell'art. 117, c. 1 Cost. In argomento, cfr. N. LUPO – G. PICCIRILLI, *In search of national constitutional identities: the contribution of Member States' constitutional revisions to the EU "composite" constitution*, paper, ICONS, 2015.

[33]Cfr. BESSELINK – REESTMAN, *The Fiscal Compact and the European Constitutions: "Europe Speaking German"*, in *European Constitutional Law Review*, 8, 2012, 1 ss. e spec. 7.

[34]Cfr. CORONIDI, *La costituzionalizzazione dei vincoli di bilancio prima e dopo il patto Europlus*, in *Federalismi*, 5, 2012, 25 ss.

dità dell'*iter*[35] e, soprattutto, la scarsa attenzione prestata dai *mass-media* alla legge costituzionale n. 1 del 2012 – che solo parzialmente può attribuirsi all'elevato tasso tecnico della materia affrontata – è poi altro discorso, che comunque non rileva ai fini dell'interpretazione del quadro normativo così introdotto.

La costituzionalizzazione di questo vincolo da parte degli Stati membri, tra l'altro, consente ora, almeno sul piano potenziale, l'attivazione di una molteplicità di soggetti che ne controllano il rispetto: non soltanto di quelli presenti a livello europeo (Commissione europea, Consiglio, *Euro Summit*, Corte di Giustizia), ma anche di quelli operanti a livello nazionale (Corti costituzionali, Parlamenti nazionali, capi di stato, Corti dei conti, *Fiscal Councils*)[36]. D'altronde, ove i controlli non operassero in ambedue gli ordinamenti, ben difficilmente potrebbero funzionare e sarebbe più agevole, evidentemente, aggirarli: la Costituzione "composita" richiede la fissazione di limiti al potere in entrambi gli elementi di cui essa si compone, con organi di garanzia – variamente configurati sul piano tecnico e politico – presenti a livello europeo e a livello nazionale (in grado di "dialogare" e di comprendersi tra di loro)[37].

Emblematica può considerarsi, da questo punto di vista, la vicenda della istituzione dei *Fiscal Councils*, in attuazione del *Fiscal Compact* (art. 3, par. 2), della Direttiva n. 85 del 2011 e del Regolamento n. 473/2013. Il combinato di tali discipline ha richiesto l'istituzione negli Stati membri di soggetti indipendenti o dotati di autonomia funzionale nei confronti delle autorità di bilancio incaricati di vigilare sulla osservazione delle regole contenute nel *Fiscal Compact*, in particolare attraverso l'elaborazione di previsione macroeconomiche imparziali e realistiche, le quali sono destinate ad essere utilizzate nell'ambito dell'intero processo di bilancio[38].

[35]Cfr., per tutti, CARNEVALE, *La revisione costituzionale nella prassi del "terzo millennio"*, cit., 55 s.

[36]Cfr. RIVOSECCHI, *L'equilibrio di bilancio: dalla riforma costituzionale alla giustiziabilità*, in *Rivista AIC*, n. 3/2016, 2 ss.

[37]In particolare, sulle prospettive del controllo parlamentare sulle decisioni di finanza pubblica nel quadro della "Costituzione composita", cfr. LUPO – RIVOSECCHI, *Valutare le politiche di bilancio: il ruolo del Parlamento*, in *Diritto pubblico*, 1, 2016, 333 ss.

[38]Sui *Fiscal Councils*, *amplius* PERROTTA, *Il rafforzamento della vigilanza sui conti pubblici e l'evoluzione della fisionomia delle istituzioni fiscali indipendenti*, in *Le autonomie in cammino. Scritti dedicati a G.C. De Martin*, Padova, Cedam, 2012, p. 539 ss.; FASONE - GRIGLIO, *Can Fiscal*

Tale obbligo ha ricevuto attuazione nell'ordinamento italiano attraverso l'art. 5, c. 1, lett. f) della legge cost. n. 1/2012, norma ulteriormente implementata, dopo un confronto piuttosto serrato, dagli artt. 16-19 della legge n. 243/2012[39]. A distanza di un ulteriore anno – in attuazione di questa disciplina e di due appositi (e paralleli) protocolli istitutivi adottati dalle Giunte per il regolamento delle due Camere – è stato così istituito in Italia, presso il Parlamento ma con garanzie di indipendenza, l'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB), con compiti di analisi e verifica degli andamenti di finanza pubblica e di valutazione dell'osservanza delle regole di bilancio[40].

La "rete" dei *Fiscal Councils* nazionali – formalizzatasi nel settembre 2015[41] – trova poi il proprio polo di coordinamento nello *European Fiscal Board* (EFB), autorità chiamata ad interfacciarsi con la Commissione europea nell'ambito di processo di valutazione della attuazione delle regole di bilancio[42]: un organo tecnico e indipendente la cui istituzione ha in qualche modo compensato l'accresciuta politicizzazione della Commissione europea, registratasi con la Commissione Juncker, anche a seguito della convenzione costituzionale dei c.d. "*Spitzenkandidaten*"[43].

Councils Enhance the Role of National Parliaments in the European Union? A Comparative Analysis, in DE WITTE, HÉRITIER, TRECHSEL (cur), *The Euro Crisis and the State of European Democracy*, European University Institute, RSCAS-EUDO, 2013, 285 ss; FASONE – FROMAGE, *Fiscal Councils: Threat or Opportunity for Democracy in the Post-Crisis Economic and Monetary Union?*, in DANIELE – SIMONE – CISOTTA (cur.), *Democracy in the EMU in the Aftermath of the Crisis*, Torino, Giappichelli, 2017, 161 ss.

[39]Cfr., tra gli altri, con varietà di orientamenti, CABRAS, *Un Fiscal Council in Parlamento*, in *Federalismi*, 20, 2012; RAZZA, *L'ufficio parlamentare di bilancio nella nuova* governance *della finanza pubblica*, in *Riv. Giur. Mezzogiorno*, 4, 2013, 893 ss.; CHITI, *L'ufficio parlamentare di bilancio e la nuova* governance *della finanza pubblica*, in *Astrid Rassegna*, 1, 2014; GUERRA, *Alcuni spunti di riflessione sull'Ufficio parlamentare di bilancio*, in *Forum di Quaderni costituzionali*, 5, 2016; MANZETTI, *L'originale modello italiano: l'organismo indipendente di bilancio "presso" il Parlamento*, in *Federalismi*, 36, 2016.

[40]Sulla (lenta) attuazione del protocollo istitutivo dell'UPB, cfr. GRIGLIO, *Il protocollo sull'Ufficio parlamentare di bilancio: una "fuga" dai regolamenti parlamentari?*, in *Quad. cost.*, 1, 2014, 116 ss.

[41]A partire dal terzo incontro informale, svoltosi a Bratislava: cfr. http://www.euifis.eu/eng/fiscal/108/about-us. Essi hanno subito adottato, il 5 novembre 2015, un "position paper" che individua gli standard minimi per garantirne l'indipendenza.

[42]Cfr. la decisione della Commissione (UE) 2015/1937 del 21 ottobre 2015, efficace dal 1 novembre 2015.

[43]Sul processo di politicizzazione della Commissione europea, anche a seguito della "convenzione costituzionale" sugli Spitzenkandidaten, cfr., tra gli altri, CARTABIA, *Elezioni europee 2014: questa volta è diverso*, in *Quad. cost.*, 2014, 715 ss., GUASTAFERRO, *La prima volta del Presidente della Commissione "eletto" dal Parlamento europeo. Riflessioni sui limiti del mimetismo istituzionale*, in *Forum Quad. cost.*, 10 ottobre 2014, MANZELLA, *Prima lettura di un Parlamento (un po' meno)*

2.3. Come visto, l'ordinamento italiano si è adeguato al nuovo contesto normativo sovrannazionale con l'adozione della legge costituzionale n. 1 del 2012, ulteriormente implementata dalla legge "rinforzata" n. 243 del 2012.

In via preliminare è interessante osservare la sfasatura fra la rubrica della legge costituzionale – la quale utilizza il concetto di "pareggio di bilancio" – e la formulazione dell'art. 81, c. 1 Cost., il quale fa invece ricorso alla nozione di "equilibrio di bilancio". In continuità con l'assetto precedente alla riforma costituzionale, il più elastico principio di "equilibrio" – a differenza di quello del "pareggio" – non costituirebbe un ostacolo insuperabile all'attuazione di politiche keynesiane anticicliche[44]. Invero, come detto, la legge costituzionale n. 1 del 2012 ha utilizzato entrambi i termini quasi si trattasse di sinonimi. Al pari di quanto accade con i concetti di "politica economica" e "politica monetaria" nella giurisprudenza OMT, si registra dunque anche in questo contesto una dissociazione fra il significato giuridico e quello economico delle categorie impiegate[45]. L'ambiguità prodotta dalla tecnica redazionale può in parte collegarsi alla difficoltà di rendere in italiano il termine inglese utilizzato dal *Fiscal Compact* ("*balanced budget rule*"), il quale può essere tradotto sia come "regola del pareggio di bilancio" (formulata effettivamente utilizzata nella versione italiana del Trattato), sia come "regola dell'equilibrio di bilancio".

Una delle linee portanti della riforma costituzionale è costituita dalla introduzione del divieto di ricorrere all'emissione di debito. Ai sensi dell'art. 81, c. 1 Cost. «lo

europeo, in *Federalismi*, 28 maggio 2014, SILEONI, *La nuova procedura di nomina della Commissione europea*, in *Quad. cost.*, 2014, 941 ss., MANZELLA, *Il parlamentarismo europeo al tempo della globalizzazione*, in *Federalismi*, 25 febbraio 2015, spec. 3 ss., GOLDONI, *Politicising EU Lawmaking? The Spitzenkandidaten Experiment as a Cautionary Tale*, in *European Law Journal*, 2016, 279 ss., e CHRISTIANSEN, *After the Spitzenkandidaten: fundamental change in the EU's political system?*, in *West European Politics*, 2016, 992 ss. Sulle origini di tale processo cfr. PRIESTLEY – SCHOLLGEN – PEÑALVER GARCÍA, *The Making of a European President*, Basingstoke, Palgrave MacMillan, 2015.

[44]Peraltro, non mancano autori che ravvisavano già prima della riforma costituzionale del 2012 l'esistenza di una regola sostanziale del bilancio in pareggio (DI GASPARE, *L'art. 81 della Costituzione, abdicazione della sovranità finanziaria dello stato?*, in *Amministrazione in cammino*, 2014).

[45]Sull'incerto confine fra politica economica e politica monetaria, nella sterminata letteratura, cfr. almeno MANZELLA –PINELLI – GIANNITI, *Politica monetaria e politica economica nell'Unione europea*, in *Astrid*, 2016, 3-4; CONTALDI, *Politica economica e monetaria (diritto dell'Unione europea)*, in *Enc. Dir. (annali)*, VII, Milano, Giuffrè, 2014, 811 ss.

Stato assicura l'equilibrio tra le entrate e le spese del proprio bilancio, tenendo conto delle fasi avverse e delle fasi favorevoli del ciclo economico». Il secondo comma aggiunge che «il ricorso all'indebitamento è consentito solo al fine di considerare gli effetti del ciclo economico e, previa autorizzazione delle Camere adottata a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti, al verificarsi di eventi eccezionali».

Si tratta di innovazioni di non poco conto. Come è stato osservato, dai lavori preparatori in Assemblea costituente non era emersa alcuna «specifica connotazione politica dell'indebitamento, ma neanche una sua espressa stigmatizzazione». Traspariva, «piuttosto, l'idea, tipicamente liberale» della tassazione quale «principale, se non unica, fonte di finanziamento dei bilanci pubblici». Peraltro, il testo originario dell'art. 81 Cost. non escludeva la possibilità di finanziare le spese con il ricorso al credito, soprattutto in caso di necessità impreviste[46]. Ora, invece, la decisione di ricorrere all'indebitamento congiunturale «da decisione sostanzialmente libera» viene trasformata in «eccezione costituzionalmente condizionata», sicché «la libertà politica dello stato» finisce per essere «discrezionalmente orientata verso gli obiettivi stabiliti dalle istituzioni europee», cui gli stessi Stati membri concorrono[47].

A ben riflettere, peraltro, i primi due commi dell'art. 81 Cost. – come interpretati alla luce del combinato disposto fra il *Fiscal Compact* e la legge n. 243 del 2012 – presuppongono la seguente tripartizione delle fattispecie di indebitamento consentito: a) debito strutturale; b) debito collegato al ciclo economico; c) debito congiunturale[48].

La prima fattispecie è implicita nel concetto di «equilibrio» impiegato dall'art. 81, c. 1 Cost. Infatti, anche in base alla legge n. 243 del 2012, quest'ultimo requisito si considera soddisfatto – al netto della considerazione del ciclo – allorché sia centrato l'obiettivo di medio termine (OMT), ossia «il valore del saldo strutturale individuato sulla base dei criteri stabiliti dall'ordinamento dell'Unione europea» (art. 2, lett. e, l. n.

[46]Così SAITTO, *"Costituzione finanziaria" ed effettività dei diritti sociali nel passaggio dallo "stato fiscale" allo "stato debitore"*, in *Rivista AIC*, 1, 2017, spec. 9.
[47]Cfr. MORRONE, *Pareggio di bilancio e stato costituzionale*, in *Rivista AIC*, 1, 2014, 6.
[48]Su tale tripartizione, cfr. SAITTO, *"Costituzione finanziaria" ed effettività dei diritti sociali nel passaggio dallo "stato fiscale" allo "stato debitore"*, cit., 17 ss.

243 del 2012). Per gli Stati con un indebitamento complessivo corrispondente a quello italiano[49], l'art. 3, c. 1, lett. b) del *Fiscal Compact* ammette un disavanzo strutturale – anche derivante dal ricorso al credito – fino allo 0,5% del PIL[50].

È necessario precisare che la possibilità di una deviazione dal percorso di avvicinamento all'equilibrio di bilancio da parte del singolo Stato membro è espressamente contemplata dall'art. 5 del regolamento UE n. 1175/2011, il quale subordina tale deroga a due condizioni: a) il mantenimento di un margine di sicurezza rispetto al valore di riferimento del rapporto deficit/PIL; 2) il ritorno della posizione di bilancio all'obiettivo di medio termine entro il periodo coperto dal Programma di stabilità.

Con riferimento alla seconda fattispecie di deroga al divieto di indebitamento, sia il primo sia il secondo comma del nuovo art. 81 Cost. – forse con una ripetizione non felice sul piano stilistico – ammettono nuovo debito alla luce del ciclo economico. In tal caso, la deroga subentra in maniera automatica a seguito degli andamenti del ciclo, non ponendosi «come conseguenza di scelte discrezionali, ma come meccanismo capace di prendere automaticamente in considerazione la maggior spesa dovuta all'operare degli stabilizzatori automatici e le minori entrate dovute alla diminuzione del gettito fiscale in periodi di rallentamento dell'economia»[51].

Infine, in relazione al debito congiunturale, l'art. 81, c. 2 Cost. consente la possibilità di finanziarie spese in debito *una tantum* in caso di eventi eccezionali e previa

[49]Quando invece il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato sia significativamente inferiore al 60% e i rischi sul piano della sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche siano bassi, il disavanzo strutturale massimo corrisponde all'1% del prodotto interno lordo ai prezzi di mercato.

[50]Dunque l'art. 81, c. 1 Cost. non elimina affatto la possibilità per lo stato di indebitarsi. I conti, semmai, dovranno «sempre essere corretti tenendo in considerazione il saldo strutturale, cosa che conferisce comunque una ampia discrezionalità al decisore politico». In altre parole, il primo comma contiene «un implicito riferimento al fatto che è sempre ammesso, quando le condizioni sono normali, un indebitamento strutturale, nonostante il quale è comunque considerato rispettato il principio di (…) "equilibrio", indipendentemente dal riferimento al ciclo» (SAITTO, *"Costituzione finanziaria" ed effettività dei diritti sociali nel passaggio dallo "stato fiscale" allo "stato debitore"*, cit., spec. 19 ss.). In argomento, cfr. altresì LO CONTE, *Equilibrio di bilancio, vincoli sovranazionali e riforma costituzionale*, Torino, Giappichelli, 2015, spec. 121 ss.; DE IOANNA, *Costituzione fiscale e democrazia rappresentativa: un cambio di paradigma*, cit.

[51]Cfr. DONATELLI, *I nuovi vincoli di contabilità pubblica nella nuova governance economica europea: regole numeriche e procedure di enforcement tra livello unionale e livello interno*, in *Amm. in Camm.*, 2013, 14. Nello stesso senso, cfr. BERGONZINI, *Parlamento e decisione di bilancio*, cit., 201.

autorizzazione parlamentare adottata a maggioranza assoluta.

Il concetto di eventi eccezionali, quanto meno nelle sue linee generali, si evince dall'art. 5 della legge cost. n. 1 del 2012, il quale rinvia al legislatore il compito di definire più nello specifico tre fattispecie che autorizzano il ricorso (eccezionale) all'indebitamento: a) gravi recessioni economiche; b) crisi finanziarie; c) gravi calamità naturali. Nel dare attuazione alla riforma, l'art. 6 della legge 243 del 2012 sembrerebbe tuttavia aver sviluppato la classificazione delle ipotesi di «eventi eccezionali» anche oltre il dato letterale contenuto nell'art. 5 della legge cost. n. 1 del 2012. Ai sensi dell'art. 6, c. 2, per eventi eccezionali – «da individuare in coerenza con l'ordinamento dell'Unione europea»[52] – si devono intendere: a) periodi di grave recessione economica relativi anche all'Eurozona o all'intera Unione europea; b) eventi straordinari, al di fuori del controllo dello stato, ivi incluse le gravi crisi finanziarie nonché le gravi calamità naturali, con rilevanti ripercussioni sulla situazione finanziaria generale del Paese. Dunque – stando alla lettera della norma (e in particolare dell'inciso «*ivi incluse*») – il divieto di indebitamento potrebbe essere derogato in relazione a "eventi straordinari al di fuori del controllo dello stato" diversi dalla fattispecie delle crisi finanziarie e delle gravi calamità naturali.

A prima vista, l'art. 81 Cost. sembrerebbe richiedere l'intermediazione di un atto parlamentare adottato a maggioranza assoluta solo in relazione alla fattispecie del debito congiunturale per eventi eccezionali. Come si vedrà, tuttavia, la prassi è fin qui andata in senso diverso: la relazione con la quale il Governo richiede alle Camere l'autorizzazione allo scostamento ha infatti finito per dare conto anche delle altre due fattispecie (indebitamento strutturale e ciclo economico). Deve ritenersi che, nel silenzio della norma costituzionale, questo ampliamento dei contenuti della relazione governativa discenda dall'interpretazione estensiva utilizzata dall'art. 6, c. 3 della

[52]In particolare, occorre tenere conto dell'art. 3, par. 3 del *Fiscal Compact*, ai sensi del quale «per "circostanze eccezionali" si intendono eventi inconsueti non soggetti al controllo della parte contraente interessata che abbiano rilevanti ripercussioni sulla situazione finanziaria della pubblica amministrazione oppure periodi di grave recessione economica ai sensi del patto di stabilità e crescita rivisto, purché la deviazione temporanea della parte contraente interessata non comprometta la sostenibilità del bilancio a medio termine».

legge n. 243 del 2012, la quale richiede, fra l'altro, un aggiornamento degli obiettivi di finanza pubblica in occasione della delibera dell'autorizzazione all'indebitamento per eventi eccezionali.

In base a quest'ultima disposizione, nella ipotesi di attivazione dell'*enabling clause*, il Governo – sentita la Commissione europea – è chiamato a presentare alle Camere una relazione di aggiornamento degli obiettivi programmatici di finanza pubblica nonché una specifica richiesta di autorizzazione, la quale indichi la misura e la durata dello scostamento, stabilisca le finalità alle quali destinare le risorse disponibili in conseguenza dello stesso e definisca il piano di rientro verso l'obiettivo programmatico, commisurandone la durata alla gravità degli eventi eccezionali (art. 6, c. 3 della legge n. 243 del 2012). La medesima procedura – aggiunge l'art. 6, c. 6 della l. 243 del 2012 – trova altresì applicazione qualora il Governo intenda ricorrere all'indebitamento per realizzare operazioni relative alle partite finanziarie al fine di fronteggiare gli eventi straordinari.

Senonché, a seguito dell'ampliamento dei contenuti della relazione governativa, anche le risoluzioni delle Camere con le quali viene concessa l'autorizzazione allo scostamento hanno finito per dare "copertura parlamentare" non solo all'indebitamento dovuto a eventi eccezionali, ma altresì all'indebitamento strutturale e a quello collegato al ciclo economico. Invero, con riferimento a queste ultime due ipotesi, l'intermediazione dell'atto parlamentare di autorizzazione adottato a maggioranza assoluta sembrerebbe assolvere non tanto ad un obbligo giuridico in senso stretto, quanto semmai all'interesse politico al rafforzamento della posizione del Governo nel negoziato con la Commissione europea.

2.4. Un delicato nodo problematico è sollevato dall'art. 81, c. 2, Cost. Si tratta di definire quale sia l'atto con cui le Camere devono autorizzare, a maggioranza assoluta, il ricorso all'indebitamento, possibile, ai sensi della disposizione costituzionale, al verificarsi di eventi eccezionali. Ponendosi cioè la questione – già sorta con riferimento ad altre disposizioni costituzionali non dissimili, quali quelle di cui all'art. 78

Cost. (sulla delibera dello stato di guerra e di conferimento al Governo dei poteri necessari) o di cui all'art. 82 Cost. (sulle delibere istitutive delle commissioni di inchiesta) – se tali delibere vadano assunte con legge o con atto (bicamerale) non legislativo (o se possa essere assunta tanto nell'uno come nell'altro modo).

Invero, una risposta piuttosto chiara a favore della natura non legislativa – o almeno non necessariamente legislativa – delle suddette delibere si è ritenuto potersi piuttosto agevolmente ricavare già sulla sola base del tenore letterale della disciplina in esame[53]. All'interno di altri tre commi del medesimo art. 81 Cost. il legislatore costituzionale, infatti, si fa carico di precisare con quale strumento la delibera vada assunta. È il caso, in particolare, dei commi quarto, quinto e sesto, con riferimento – rispettivamente – all'approvazione (con legge) di bilancio e rendiconto; alla concessione (con legge) dell'esercizio provvisorio; e alla definizione di alcuni elementi per dare attuazione alla riforma (con legge approvata a maggioranza assoluta dei componenti di Camera e Senato, come si è ampiamente avuto modo di osservare).

Una interpretazione siffatta sembra rispondere, inoltre, ad una logica di coerenza sistematica. Da un lato, il fatto che sia espressamente richiesta la medesima maggioranza necessaria per l'approvazione della legge "rinforzata" potrebbe spingere, ove si ritenga doversi procedere con legge, nella direzione di un'assimilazione dei relativi contenuti, e suggerire l'adozione di una legge "rinforzata" pure per adottare la delibera in questione. Dall'altro lato, però, se alla legge "rinforzata" spetta il compito di dettare norme di tipo ordinamentale e di carattere tendenzialmente stabile, è ben difficile che essa possa altresì essere chiamata a disporre, con riferimento al singolo esercizio, l'autorizzazione all'indebitamento. Per di più, dovrebbe farlo nel rispetto di norme dettate dalla medesima fonte, in attuazione del già ricordato l'art. 5, c. 1, lett.

[53]Cfr. LUPO, *La revisione costituzionale della disciplina di bilancio e il sistema delle fonti*, cit., 130 ss. In tale scritto si auspicava inoltre che – con il solito "gioco a intarsio" tra le diverse fonti normative, necessario se si vuole che le procedure parlamentari funzionino al meglio – la legge rinforzata si facesse carico di predefinire i possibili effetti discendenti da siffatte delibere e che i regolamenti delle due Camere dettassero regole volte ad assicurare, per quel che si può immaginare, mediante accordi informali o anche mediante "intese" tra i presidenti di assemblea, la coerenza tra i testi delle delibere della Camera e del Senato, nonché un qualche coinvolgimento delle autonomie territoriali nel loro procedimento di formazione.

d), della legge costituzionale n. 1 del 2012.

Ben più agevole è sembrata perciò la soluzione di ritenere che la disposizione in questione vada attuata mediante un atto bicamerale non legislativo, adottato da ciascuna delle due Camere a maggioranza dei componenti. Del resto, la categoria degli atti bicamerali non legislativi non è certamente inedita. Alla sua configurazione hanno dedicato in passato importanti energie illustri studiosi[54], appunto per rispondere al «problema relativo alla forma che debbono assumere gli atti delle due Camere, quando le norme costituzionali non prescrivono esplicitamente la loro adozione con legge»[55]. E ancora oggi essa trova, nell'ordinamento italiano, non poche applicazioni, in base a disposti contenuti nella Costituzione, nelle leggi o nei regolamenti parlamentari[56]. Non pare perciò che sussistano particolari problemi nel considerare che il nuovo art. 81 Cost. ne aggiunga un'altra[57].

Come in parte anticipato e come si vedrà più analiticamente fra poco, nonostante il silenzio serbato in proposito dai Regolamenti parlamentari, i quali non sono stati tuttora modificati per tener conto delle nuove procedure finanziarie (le ultime modifiche in proposito risalgono alla fine degli anni '90), la soluzione dell'atto bicamerale non legislativo ha trovato accoglimento nell'art. 6 della legge n. 243 del 2012 nonché nella successiva prassi parlamentare. Si è deciso infatti di procedere all'adozione di risoluzioni parlamentari (autonome rispetto a quelle con cui si approva il DEF e le relative note di aggiornamento, ma da queste presupposte) approvative, nei due rami del Parlamento, di una relazione governativa con cui il Governo, ai sensi dell'art. 6, c. 3, nel momento in cui "ritenga indispensabile discostarsi temporaneamente dall'obiettivo programmatico":

[54]Cfr. ELIA, *Gli atti bicamerali non legislativi*, in *Studi sulla Costituzione (per il primo decennale)*, Milano, Giuffrè, 1958, 419 ss.; NOCILLA, *Atti bicamerali non legislativi*, in *Enciclopedia del diritto. Aggiornamento*, I, Milano, Giuffrè, 1997, 183 ss.

[55]Così ELIA, *Gli atti bicamerali non legislativi*, cit., 421

[56]Tipico esempio di atto bicamerale non legislativo è la deliberazione dello stato di guerra *ex* art. 78 Cost. Per una accurata rassegna, cfr. RIVOSECCHI, *Atti bicamerali non legislativi*, in MANGIAMELI (cur.), *Dizionario sistematico di Diritto costituzionale*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2008, 123 ss. e spec. 126 ss.

[57]Analogamente, facendo leva peraltro più su argomenti sostanzialistici che su quelli letterali, cfr. CARNEVALE, *La revisione costituzionale nella prassi del "terzo millennio"*, cit., 66 s., il quale parla in proposito di "atto complesso bicamerale".

a) aggiorna gli obiettivi programmatici di finanza pubblica;
b) formula una specifica richiesta di autorizzazione alle Camere che indichi misura e durata dello scostamento;
c) stabilisce le finalità cui destinare le risorse che così si sono rese disponibili;
d) definisce il piano di rientro, da attuarsi a decorrere dall'esercizio immediatamente successivo.

Il tutto, come richiede il medesimo art. 6, c. 3, «sentita la Commissione europea». Sempre la medesima disposizione precisa – con un'invasione della sfera di riserva di regolamento parlamentare, forse giustificata dall'esigenza di ribadire il disposto costituzionale, oltre che dall'inerzia della fonte regolamentare – che «la deliberazione con cui ciascuna Camera autorizza lo scostamento e approva il piano di rientro è adottata a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti».

Si costruisce così, su impulso delle fonti italiane, quello che può definirsi un procedimento parlamentare euro-nazionale, in cui il ruolo cardine viene giustamente attribuito al Governo italiano, chiamato ad assumersi le principali responsabilità, in dialogo costante con le istituzioni dell'Unione europea e in particolare con la Commissione europea. A Camera e Senato è affidata la funzione di autorizzare lo scostamento richiesto, e di farlo con una maggioranza più elevata di quella ordinaria.

La *ratio* alla base della richiesta, già con disposizione costituzionale, della maggioranza assoluta per l'autorizzazione all'indebitamento è dibattuta.

In astratto, possono formularsi almeno tre ipotesi. In base alla prima ipotesi, l'innalzamento della maggioranza richiesta sarebbe finalizzata a favorire convergenze sufficientemente ampie e trasversali tra le forze politiche, così rendendo l'opposizione compartecipe di una delle più importanti decisioni di finanza pubblica[58]. La seconda ipotesi conduce invece a rintracciare la *ratio* della maggioranza assoluta nella esigenza di rendere più difficoltosa ed eccezionale l'attivazione della deroga[59]. Infine, secondo

[58]Questa era l'ipotesi che si era avanzata in LUPO, *La revisione costituzionale della disciplina di bilancio e il sistema delle fonti*, cit., 143-144.
[59]Interpretazione che pur ipotizzata da DONATELLI, *I nuovi vincoli di contabilità pubblica nella nuova governance economica europea: regole numeriche e procedure di enforcement tra livello*

alcuni autori, il requisito della maggioranza assoluta sarebbe funzionale all'obiettivo di «esplicitare con trasparenza e far valere la responsabilità delle decisioni parlamentari»[60]. Sul punto si avrà modo di tornare nella parte finale del contributo (cfr. *infra* 4.2).

3: 3.1. Conformemente a quanto stabilito dall'art. 6 della legge cost. n. 1 del 2012, il divieto di indebitamento e la conseguente necessità di una autorizzazione parlamentare per la sua deroga al verificarsi di eventi eccezionali hanno incominciato a trovare applicazione a decorrere dall'esercizio finanziario relativo all'anno solare 2014.

Già in occasione dell'esame nell'aprile del 2014 del Documento di economia e finanza (DEF) il Governo Renzi, insediatosi da un paio di mesi, ha fatto ricorso a tale facoltà. L'autorizzazione parlamentare al ricorso all'indebitamento è stata poi richiesta e concessa in ulteriori 5 casi (4 sempre su iniziativa del Governo Renzi; uno su iniziativa del Governo Gentiloni).

In occasione dell'esame del DEF 2014, la Relazione al Parlamento presentata dal Governo ai sensi dell'art. 6 della l. 243 del 2012 costituiva il capitolo III della Sezione I (Programma di stabilità dell'Italia) del Documento di economia e finanza. Nella Relazione, il Governo ha innanzitutto ricordato la fase di profonda e prolungata recessione che aveva colpito l'economia italiana. Il Governo ha inoltre dichiarato di volersi avvalere della procedura degli "eventi eccezionali" al fine di pagare speditamente, nel corso del 2014, debiti pregressi della pubblica amministrazione per un ammontare di 13 miliardi di Euro[61]. Le misure di accelerazione dei pagamenti sui debiti dell'amministrazione – considerate dal Governo di natura eccezionale – erano finaliz-

unionale e livello interno, cit., 14 è stata considerata dall'autore come recessiva rispetto ad altri moventi della maggioranza assoluta, e precisamente quello di rendere trasparente e visibile la decisione sull'autorizzazione all'indebitamento.

[60]Cfr. BERGONZINI, *Parlamento e decisione di bilancio*, cit., 203; DONATELLI, *I nuovi vincoli di contabilità pubblica nella nuova governance economica europea: regole numeriche e procedure di enforcement tra livello unionale e livello interno*, cit., 14.

[61]La decisione di adottare misure per sbloccare il pagamento dei debiti della pubblica amministrazione era motivato anche dall'apertura di una procedura di infrazione da parte della Commissione europea per violazione della direttiva n. 7 del 2011.

zate a ricondurre l'economia italiana lungo un sentiero sostenuto di crescita potenziale e a contrastare gli effetti avversi della recessione attraverso il miglioramento delle condizioni di liquidità delle imprese.

Nella seduta dell'Assemblea della Camera del 17 aprile 2014, la Presidenza ha comunicato la decisione della Conferenza dei capigruppo – alla luce di un accordo unanime raggiunto in Commissione bilancio – di strutturare l'esame del DEF ponendo in votazione due distinti atti di indirizzo: «il primo concernente l'autorizzazione allo scostamento dagli obiettivi programmatici e l'approvazione del piano di rientro, da votare a maggioranza assoluta; il secondo, presentato ai sensi dell'articolo 118-*bis* Reg. Cam., concernente il Documento di economia e finanza nel suo complesso, da votare a maggioranza semplice, sulla base degli esiti della precedente deliberazione»[62].

È appena il caso di osservare in questo caso, come in alcune delle occasioni successive, non vi è stata una perfetta coincidenza fra le maggioranze che hanno accordato l'autorizzazione alla deroga e quelle che hanno votato il Documento di economia e finanza o la Nota di aggiornamento al DEF (NADEF). Tale dato appare tanto più significativo se si considera che le due votazioni sono avvenute in successione nel corso della medesima seduta. Alla Camera, ad esempio, la risoluzione sul DEF 2014 ha conseguito 348 voti favorevoli, a fronte dei 373 voti conseguiti, poco prima, dalla richiesta di autorizzazione alla deroga. In altre circostanze, lo scarto è stato invece più contenuto. Per esempio, la NADEF 2015 – sempre alla Camera – ha ottenuto 3 voti favorevoli in meno rispetto alla risoluzione che accordava l'autorizzazione allo scostamento[63].

In ogni caso, la soluzione di ricorrere a un atto parlamentare di indirizzo anziché ad un atto legislativo – proprio per i motivi illustrati precedentemente (cfr. *supra* par. 2.4) – risulta nel merito condivisibile.

[62]A.C., Assemblea, res. sten., 17.4.2014, 19.
[63]Alla Camera, le votazioni sulla NADEF 2014 e sull'autorizzazione allo scostamento hanno ottenuto invece il medesimo risultato. La risoluzione sulla deroga al divieto di indebitamento ha conseguito poi due voti in più del DEF 2016.

Analogo giudizio può formularsi con riferimento alla scelta di sdoppiare il voto sulle due risoluzioni, per almeno due ordini di ragioni.

Innanzitutto, sul piano strettamente giuridico è quanto meno dubbio che il requisito della maggioranza assoluta potesse estendersi alla risoluzione approvativa del DEF. Infatti, ai sensi dell'art. 64, c. 3 Cost., le maggioranze speciali trovano applicazione nei soli casi previsti dalla Costituzione (o comunque in fonti di rango costituzionale). Non essendo contemplato il DEF fra le eccezioni a tale principio deve ritenersi corretta la scelta di procedere con la votazione di due distinte risoluzioni. Diversamente ragionando – come forse sarebbe stato possibile fare sulla base di una lettura estensiva dell'art. 81, c. 2, Cost., ai sensi della quale la maggioranza assoluta sarebbe richiesta anche per approvare il DEF, in caso di (contestuale) autorizzazione all'indebitamento – si sarebbe finito, fra l'altro, per innalzare surrettiziamente la maggioranza richiesta ad una votazione, quella sul DEF, la quale, come già quelle su analoghe risoluzioni approvative del Documento di programmazione economico-finanziaria (DPEF, dal 1988 al 2011) e della Decisione di finanza pubblica (DFP, dal 2011 al 2013), assume natura "simil-fiduciaria". È chiaro infatti che la tenuta del rapporto fiduciario risulterebbe compromessa in caso di rigetto del DEF da parte anche di un solo ramo del Parlamento[64].

Va da sé che la risoluzione all'autorizzazione parlamentare all'indebitamento doveva essere necessariamente votata prima del DEF: la sua mancata approvazione determinerebbe, infatti, l'attivazione dell'istituto della preclusione con riferimento alla risoluzione di approvazione di un DEF che su quell'indebitamento faccia leva.

Sul piano della opportunità, l'opzione per la doppia risoluzione consente alle opposizioni di articolare meglio e pubblicamente le ragioni del proprio dissenso, eventualmente esprimendo un voto favorevole sulla deroga al divieto di indebitamento,

[64]Sulla natura quasi fiduciaria del voto sui documenti di programmazione finanziaria, cfr. ZAMPETTI, *L'evoluzione delle principali fonti legislative nella più recente esperienza parlamentare*, allegato alla relazione su *Tecniche legislative e procedure parlamentari*, Palermo, 13-14 giugno 1997, 35 ss.; LUPO, *L'uso della delega legislative nei provvedimenti collegati alla manovra finanziaria*, in DE SIERVO (cur.) *Oss. fon.*, 1997, 63 ss. e spec. 80 ss.; RIVOSECCHI, *L'indirizzo politico finanziario tra Costituzione italiana e vincoli europei*, Padova, Cedam, 2007, 294 ss.

ma, eventualmente confermando il giudizio negativo sulla politica economica del Governo. Come si è visto, non vi sono stati fin qui grandi scarti, in termini quantitativi, tra le due votazioni, anche se in qualche occasione è in effetti successo che l'autorizzazione allo scostamento abbia ottenuto un consenso un po' più largo rispetto alla seconda risoluzione.

Peraltro, quanto meno anomalo risulta il percorso seguito nella definizione della suddetta soluzione procedurale. Il Presidente della Camera – anziché assumere su di sé la responsabilità della interpretazione in esame – ha richiamato una decisione della Conferenza dei capigruppo adottata sulla base di un accordo unanime nella Commissione di settore[65]. Sennonché, né la Conferenza dei capigruppo né la Commissione bilancio dispongono di competenze di natura interpretativa, le quali sono rimesse alla autorità del Presidente di Assemblea, organo cui spetta la funzione di far osservare il Regolamento (art. 8 Reg. Cam.)[66].

In ogni caso, la medesima soluzione ha trovato applicazione, lo stesso giorno, altresì presso l'Assemblea del Senato, sebbene i lavori parlamentari segnalino una minore attenzione alla necessità di fornire un corredo motivazionale a supporto della opzione procedurale prescelta[67].

A seguito dell'autorizzazione parlamentare[68], il Governo ha adottato il decreto-

[65]A.C., Assemblea, res. sten., 17.4.2014, 19.

[66]Su tale funzione, si perdoni il rinvio a IBRIDO, *L'interpretazione del diritto parlamentare. Politica e diritto nel "processo" di risoluzione dei casi regolamentari*, Milano, FrancoAngeli, 2015. Peraltro, sull'*enlargement of functions* della Conferenza dei capigruppo nell'ambito delle dinamiche di risoluzione dei problemi procedurali, cfr. POSTERARO, *La funzione di consulenza procedurale*, in *La formazione della classe dirigente per l'Europa. Spunti di riflessione sull'alta burocrazia pubblica*, Roma, Associazione dei consiglieri parlamentari della Camera dei deputati, 1999, 117; LUPO, *I poteri di "giudice" e di "integratore" del diritto parlamentare*, in LIPPOLIS – LUPO (cur.), *Le trasformazioni del ruolo dei Presidenti delle Camere. Il Filangieri. Quaderno 2012-2013*, Napoli, Jovene, 2013, 181 ss.

[67]A.S., Assemblea, res. sten., 17.4.2014, 6 ss.

[68]Così recita la risoluzione 6-00064 Marchi approvata presso la Camera dei deputati: «La Camera, premesso che: premesso che il Documento di economia e finanza 2014 (DEF) reca, al Capitolo III del Programma di Stabilità dell'Italia, la Relazione al Parlamento sull'indebitamento netto e il debito pubblico presentata ai sensi dell'art. 6 della legge 24 dicembre 2012 n. 243; preso atto delle comunicazioni intercorse tra il Governo italiano e la Commissione europea; sentite le dichiarazioni rese dal Ministro dell'economia e delle finanze nel dibattito odierno;autorizza il Governo ai sensi dell'art. 81, secondo comma, della Costituzione e dell'art. 6 della legge 24 dicembre 2012, n. 243, a dare attuazione a quanto indicato nella Relazione citata in premessa». Al Senato è stata invece

legge 24 aprile 2014, n. 66 (Misure urgenti per la competitività e la giustizia sociale), poi convertito con modificazioni dalla l. 23 giugno 2014, n. 89.

Come visto, ai sensi dell'art. 6, c. 3 della l. 243 del 2012, la richiesta di discostarsi temporaneamente dall'obiettivo programmatico deve essere presentata dal Governo «sentita la Commissione europea». Nel corso dell'esame del DEF 2014 sono state proposte diverse interpretazioni di quest'ultima disposizione.

Secondo alcuni deputati della Commissione bilancio, «la Commissione europea dovrebbe essere non soltanto informata, ma anche "sentita" e, quindi, coinvolta nel percorso decisionale, sia pure a un livello consultivo». In mancanza di «tale passaggio formale» da parte della Commissione europea si è sostenuto che sarebbero «assenti i presupposti procedurali per poter prendere in esame la comunicazione del Governo sullo scostamento dall'obiettivo di medio termine»[69].

Secondo il Governo, al contrario, l'art. 6 della legge n. 243 del 2012 si limita a richiedere una comunicazione alla Commissione europea senza che quest'ultima «sia tenuta a formulare alcun tipo di parere, in quanto mancherebbe sia la cornice giuridica di riferimento sia un provvedimento cogente che determini l'effettivo scostamento, posto che il DEF riveste la natura di esclusivo documento programmatico»[70]. Quest'ultima soluzione pare la più corretta, anche perché difficilmente una legge nazionale – sia pure "rinforzata" – avrebbe potuto imporre la necessità di un parere preventivo delle istituzioni europee secondo tempistiche e procedure diverse da quelle disciplinate a livello UE.

Dell'intenzione di avvalersi del ricorso all'indebitamento per eventi eccezionali, nell'occasione, il Governo ha dato comunicazione alla Commissione europea tramite una informativa del Ministero dell'economia e delle finanze il 16 aprile 2014, ossia il giorno precedente al voto delle Camere sulla risoluzione di autorizzazione. Nella se-

approvata la proposta di risoluzione n. 1 (testo 2), identica alla proposta di risoluzione n. 2 (testo 2), ai sensi della quale: «Il Senato, udite le comunicazioni del Governo, approva la predetta Relazione e autorizza il Governo, ai sensi dell'articolo 6, comma 3, della legge 24 dicembre 2012, n. 243, a dare puntuale attuazione alle misure in essa indicate».

[69]Così il sen. Bonfrisco (FI-PdL): A.S., V Commissione, res. somm., 16.4.2014, 3 ss.

[70]In questi termini il Vice Ministro Morando (A.S., V Commissione, res. somm., 17.4.2014, 3 ss.).

rata del 16 aprile, anche a seguito delle pressanti sollecitazioni delle opposizioni, il Ministro per i rapporti con il Parlamento ha trasmesso alla presidenza delle due Camere copia delle comunicazioni formali intercorse tra il Ministro dell'economia e delle finanze e la Commissione europea in merito al DEF[71].

La Commissione europea ha avuto modo di esprimere le proprie valutazioni il successivo 2 giugno 2014 in sede di formulazione della Raccomandazione sul Programma nazionale di riforma e sul Programma di stabilità dell'Italia[72]. Nella Raccomandazione, la Commissione – non senza riservare alcune critiche all'Italia – ha chiesto di rafforzare le misure di bilancio per il 2014, alla luce di uno scarto rispetto ai requisiti del patto di stabilità e crescita, in particolare alla regola del debito pubblico. La Commissione ha altresì richiesto di operare per l'anno successivo un sostanziale rafforzamento della strategia di bilancio al fine di garantire il rispetto del requisito della riduzione del debito.

3.2. Il secondo precedente di ricorso al divieto di indebitamento per eventi eccezionali risale all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2014, deliberata dal Consiglio dei ministri il 30 settembre 2014.

In tale occasione, il Governo ha considerato come "evento eccezionale" ai sensi dell'art. 6 della l. n. 243 del 2012 la necessità di far fronte a un sostanziale deterioramento delle previsioni di crescita, con conseguente rischio di deflazione. Secondo il Governo, in mancanza dell'autorizzazione parlamentare, il rispetto dell'obiettivo di medio termine avrebbe imposto una manovra correttiva compresa tra 0,9 e 2,2 punti di PIL nel 2015, con un impatto fortemente recessivo sulla dinamica del prodotto interno lordo, dei consumi delle famiglie e degli investimenti.

Nel Rapporto sulla politica di bilancio presentato nel novembre 2014, il neoistituito Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) ha evidenziato che la situazione italiana

[71]Cfr. A.C., Assemblea, res. sten., 17.4.2014, 19 ss.
[72]La raccomandazione sul programma nazionale di riforma 2014 dell'Italia è stato poi recepito dal parere dell'8 luglio 2014 (2014/C 247/11).

illustrata nella Nota di aggiornamento non corrispondeva peraltro a una situazione di "grave recessione economica", almeno stando ai valori soglia utilizzati dalla Commissione europea. Precisamente, in base alla prassi interpretativa della Commissione, nota anche come "regola del pollice"[73], uno stato membro può astenersi dal compiere progressi lungo il percorso di avvicinamento all'OMT in presenza di un tasso di crescita negativo oppure di un *output gap* superiore al 4%. Nel caso di specie, nessuna di queste condizioni risultava essere soddisfatta: il prodotto interno lordo segnava una crescita, sia pure abbastanza contenuta (0,6%), mentre l'*output gap* si attestava al 3,5%.

Tuttavia, secondo l'UPB, l'interpretazione della normativa italiana sulla base della "regola del pollice" rischiava di introdurre «un criterio privo di gradualità». Da qui, la preferenza dell'Ufficio parlamentare di bilancio per un approccio più flessibile nella definizione del concetto di "evento eccezionale" *ex* art. 6, c. 2 della l. n. 243 del 2012. Come criterio alternativo per individuare i periodi di "grave recessione economica", l'UPB ha proposto di adottare il c.d. ROG (*representative output gap*), ossia il «valore dell'*output gap* che, considerando un arco di tempo di 25 anni, è migliore solo del 5% dei casi. In altre parole, quel valore dell'*output gap* che risulterebbe peggiore dei valori effettivamente riscontrati nel 95% degli anni considerati»[74]. In effetti, adottando questo criterio, il quadro macroeconomico per il 2015 evidenziava la persistenza di «una condizione eccezionale tale da giustificare, in base alla normativa italiana, lo scostamento temporaneo»[75]: il ROG per l'Italia era infatti stimato nel 2,7% e di conseguenza un *output gap* del 3,5% rientrava tra gli anni caratterizzati da una fase ciclica eccezionalmente avversa.

Entrambe le Camere hanno in ogni caso concluso l'esame della Nota di aggiornamento il 14 ottobre 2014, con l'approvazione ciascuna di una risoluzione. Sul piano strettamente procedurale, la presidenza della Camera – con un riferimento adesivo

[73]Secondo una terminologia della Commissione europea ampiamente ripresa dall'Ufficio parlamentare di bilancio.
[74]UPB – Rapporto sulla politica di bilancio, novembre 2014, 54.
[75]UPB – Rapporto sulla politica di bilancio, novembre 2014, 51 ss.

esplicito al precedente del DEF 2014 – ha così confermato la soluzione di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea due distinti atti di indirizzo: il primo, relativo alla relazione di cui all'art. 6, c. 5, della legge n. 243 del 2012, concernente l'autorizzazione all'aggiornamento del piano di rientro, da votare a maggioranza assoluta; il secondo atto, in questo caso relativo alla NADEF, da votare a maggioranza semplice, sulla base degli esiti della precedente deliberazione[76]. Analogo criterio è stato adottato al Senato[77] ed è stato poi mantenuto fermo, come si vedrà, in tutti i successivi casi di autorizzazione parlamentare allo scostamento concessa in occasione dell'esame del DEF o della NADEF.

Occorre osservare che le risoluzioni di autorizzazione all'indebitamento approvate contestualmente da Camera e Senato risultavano non solo convergenti sul piano sostanziale, come già accaduto in occasione del DEF 2014, ma anche testualmente identiche[78].

3.3. In occasione tanto del DEF 2014 quanto della NADEF 2014, le richieste di autorizzazione parlamentare allo scostamento facevano riferimento genericamente all'art. 6 della legge n. 243 del 2012[79]. Nel corso dell'esame della NADEF 2015 e del DEF 2016, la richiesta di voto parlamentare è stata invece formulata ai sensi dell'art.

[76]A.C., Assemblea, res. sten., 14.10.2014, 8 ss.
[77]A.S., Assemblea, res. sten., 14.10.2014, 82.
[78]Alla Camera è stata approvata la Risoluzione 6-00082 e al Senato la proposta di risoluzione n. 100. Ai sensi delle suddette relazioni: «La Camera [Il Senato], premesso che: alla Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2014 è allegata la Relazione al Parlamento presentata ai sensi dell'articolo 6 della legge 24 dicembre 2012 n. 243; la Relazione contiene la richiesta di attivazione dello scostamento temporaneo dal percorso di convergenza verso l'Obiettivo di Medio Periodo (MTO) contenuto nel Documento di economia e finanza dello scorso aprile; tale scostamento si rende necessario a fronte del sostanziale deterioramento delle previsioni di crescita, con conseguente rischio di deflazione, che si configura come un evento eccezionale; se non si tenesse conto dell'eccezionalità della situazione risulterebbe necessaria una manovra compresa tra 0,9 e 2,2 punti di PIL nel 2015, con un impatto fortemente recessivo sulla dinamica del PIL, dei consumi delle famiglie e degli investimenti; è, invece, opportuno adottare un sentiero di consolidamento che tenga conto della perdurante contrazione dell'economia; preso atto della comunicazione inviata dal Governo italiano alla Commissione europea, autorizza il Governo ai sensi dell'art. 81, secondo comma, della Costituzione e dell'art. 6 della legge 24 dicembre 2012, n. 243, a dare attuazione a quanto indicato nella Relazione citata in premessa».
[79]Anche se la risoluzione n. 1 (testo 2), identica alla proposta di risoluzione n. 2 (testo 2) approvata al Senato il 17 aprile 2014 ha richiamato con maggiore precisione l'art. 6, c. 3 della legge rinforzata.

6, c. 5, della legge 243 del 2012, il quale richiama l'aggiornamento del piano di rientro. Più specificamente, tale disposizione prevede che il piano di rientro – votato in precedenza in occasione di un evento eccezionale – possa essere aggiornato al verificarsi di eventi eccezionali o qualora il Governo intenda apportarvi modifiche in considerazione dell'andamento del ciclo economico.

Il Governo non si è invece avvalso della facoltà di richiedere il voto delle Camere a maggioranza assoluta in occasione dell'esame del Documento di Economia e Finanza 2015 conclusosi il 23 aprile 2015[80].

Per quanto concerne la Nota di aggiornamento al DEF 2015 – il cui esame si è concluso presso entrambi i rami del Parlamento l'8 ottobre 2015 – la rimodulazione in senso peggiorativo degli obiettivi di indebitamento programmato fissati nel DEF 2015 era determinata dall'effetto congiunto delle clausole di flessibilità previste a livello UE, delle quali il Governo intendeva avvalersi. In particolare, l'autorizzazione parlamentare allo scostamento è stata richiesta sulla base del proposito di applicare due distinte clausole di flessibilità: quella sulle riforme strutturali e quella sugli investimenti[81].

La clausola sulle riforme strutturali prevista dall'art. 5 del regolamento (CE) n. 1466/97 consente una deviazione temporanea dall'OMT o dal percorso per raggiungerlo qualora vengano realizzati interventi organici di riforma, i quali – pur producendo eventuali costi per il bilancio pubblico nel breve termine – siano rilevanti e generino un impatto positivo verificabile sulla sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio-lungo termine. Tali riforme devono peraltro essere integralmente attuate at-

[80]Benché la presidenza della Camera – durante l'esame della Nota di aggiornamento al DEF 2015 – abbia richiamato erroneamente il DEF 2015 come precedente di approvazione dell'autorizzazione allo scostamento (cfr. A.C., Assemblea, res. sten., 8.10.2015, 1).

[81]Questo il testo della risoluzione approvato in identico testo presso i due rami del Parlamento: «La Camera, [Il Senato] premesso che: alla Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015 è allegata la Relazione al Parlamento, presentata ai sensi dell'art. 6, comma 5, della legge 24 dicembre 2012, n. 243; la Relazione, tenuto conto della coerenza con le regole europee, contiene la richiesta di ridefinizione del piano di rientro, previsto nel Documento di economia e finanza (DEF) dello scorso aprile, verso l'obiettivo di medio periodo (MTO), autorizza il Governo, ai sensi dell'articolo 81, secondo comma, della Costituzione e dell'articolo 6 della legge 24 dicembre 2012, n. 243, a dare attuazione a quanto indicato nella Relazione citata in premessa, nei limiti massimi ivi indicati».

traverso provvedimenti con forza giuridicamente vincolante.

Anche la clausola sugli investimenti, regolata da una comunicazione della Commissione, consente – a determinate condizioni – di operare deviazioni temporanee dall'OMT o dal percorso di aggiustamento verso tale obiettivo[82]. In questo secondo caso, la deviazione è giustificata dall'attuazione di investimenti di aiuto, di sostegno o economicamente equivalenti ad una rilevante riforma strutturale[83].

Già in precedenza la Commissione europea e il Consiglio avevano accolto la richiesta formulata dall'Italia in occasione del DEF 2015 di effettuare una deviazione dal percorso di aggiustamento verso l'OMT pari a 0,4 punti percentuali del PIL, in connessione con l'attuazione di riforme strutturali. Con la NADEF 2015 è stata prospettata la possibilità di avvalersi di ulteriori margini di flessibilità, pari a 0,1 punti percentuali, ancora in virtù della clausola sulle riforme strutturali, e altri 0,3 punti percentuali in base alla clausola sugli investimenti. Occorre peraltro ricordare che, alla stregua delle regole europee, in caso di mancata attuazione delle riforme o degli investimenti, le deviazioni rispetto al percorso verso l'OMT osservate *ex post* sono considerate non autorizzate.

3.4. Una ulteriore autorizzazione all'indebitamento è stata approvata in occasione del DEF 2016, il cui esame si è concluso alle Camere il 27 aprile 2016[84].

Proponendo un percorso di avvicinamento all'obiettivo di medio termine più graduale rispetto a quello delineato nei precedenti documenti programmatici, il Go-

[82]Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo, al Comitato delle regioni e alla Banca europea per gli investimenti "*Sfruttare al meglio la flessibilità consentita dalle norme vigenti del Patto di stabilità e crescita*" (COM/2015/012).

[83]Un investimento può essere considerato economicamente equivalente all'attuazione di riforme strutturali solo se può essere dimostrato che ha un rilevante impatto positivo netto (diretto e indiretto) e verificabile sulla crescita potenziale e sulla sostenibilità delle finanze pubbliche.

[84]Riportiamo qui il testo della risoluzione approvata in identico testo presso entrambe le Camere:
«La Camera, [Il Senato] premesso che: la Relazione al Parlamento, allegata al Documento di economia e finanza 2016, è stata presentata ai sensi dell'articolo 6, comma 5, della legge 24 dicembre 2012, n. 243; la Relazione, tenuto conto della coerenza con le regole europee, contiene la richiesta di ridefinizione del piano di rientro verso l'Obiettivo di Medio Periodo (MTO), autorizza il Governo ai sensi dell'articolo 81, secondo comma, della Costituzione e dell'articolo 6 della legge 24 dicembre 2012, n. 243, a dare attuazione a quanto indicato nella Relazione citata in premessa».

verno Renzi ha giustificato lo scostamento alla luce di una serie di fattori: i rischi di stagnazione e deflazione a livello mondiale, in un contesto di instabilità economica e geopolitica; l'insufficiente coordinamento delle politiche di bilancio nell'area Euro, con scarsa espansione fiscale da parte dei paesi in posizione più solida e insoddisfacenti progressi nelle riforme strutturali negli altri paesi; gli effetti indesiderati di eccessive strette fiscali, tenuto conto dell'aumento dei moltiplicatori fiscali nei paesi che hanno subito lunghe e profonde recessioni; i rilevanti costi connessi al notevole sforzo di riforma posto in essere dall'Italia, destinato a produrre effetti positivi sul clima di investimento e sulla crescita potenziale nel medio periodo, ma suscettibile di generare riflessi sfavorevoli sul bilancio pubblico e sull'economia nel breve periodo; la sottostima dell'*output gap* alla base del saldo strutturale di finanza pubblica, secondo la metodologia stabilita a livello di Unione europea che imprime un carattere prociclico alla politica di bilancio.

La relazione con la quale il Governo ha sottoposto al voto del Parlamento l'aggiornamento del piano di rientro ha ulteriormente sviluppato le motivazioni alla base della richiesta di rinvio. In particolare, il Governo ha evidenziato gli esiti di un periodo recessivo di durata e intensità senza precedenti, non colti in modo adeguato dai parametri di misura degli effetti del ciclo individuati a livello europeo (*output gap*), e l'inflazione eccezionalmente bassa, malgrado la presenza di una moderata crescita reale e di una politica monetaria espansiva a livello di zona Euro.

Anche /in occasione della Nota di aggiornamento al Documento di economia e finanza 2016 il Governo si è avvalso della facoltà di richiedere un aggiornamento del piano di rientro già autorizzato. Ciascuna Camera – procedendo alla votazione di due risoluzioni distinte – ha accordato questa ulteriore autorizzazione nel corso delle sedute del 12 ottobre 2016.

Nella relazione al Parlamento presentata ai sensi dell'art. 6, comma 5, della legge "rinforzata", il Governo – dopo aver evidenziato il prolungamento della fase di debolezza dell'economia e i segnali di ripresa non ancora pienamente consolidati – ha individuato due specifici eventi eccezionali che a suo avviso giustificavano lo scosta-

mento richiesto: il sisma del 24 agosto 2016 nel Centro Italia e l'emergenza rappresentata dalla crisi migratoria. Da qui la richiesta al Parlamento di autorizzare, ove necessario, ulteriori margini di indebitamento sino ad un massimo dello 0,4% del PIL.

Con riferimento al terremoto, il Governo ha sottolineato la necessità di affrontare con strumenti eccezionali non solo la ricostruzione delle zone colpite dal sisma ma anche la realizzazione di un piano organico di messa in sicurezza del territorio nazionale, destinando così risorse al contrasto del dissesto idrogeologico e alla messa in sicurezza degli edifici, in particolare delle scuole.

Come evidenziato dall'UPB nel rapporto sulla programmazione di bilancio 2016, il Governo sembrerebbe aver dato una interpretazione piuttosto ampia della clausola degli eventi eccezionali. I criteri di classificazione europei ammettono infatti solamente le spese di ricostruzione e quelle ulteriori spese necessarie a prevenire il verificarsi di eventuali effetti dannosi aggiuntivi rispetto a quelli prodottosi in conseguenza di un evento calamitoso già manifestatosi. Il Governo aveva invece formulato la richiesta di riconoscere l'eccezionalità di un intervento di prevenzione sull'intero territorio nazionale[85].

Analoghi interventi straordinari venivano giustificati sulla base della intensità del fenomeno migratorio e la conseguente esigenza di impostare una politica che includesse investimenti nei paesi-chiave di origine e di transito dei flussi.

Anche in questo caso, l'UPB ha evidenziato sfasature fra i criteri europei e quelli adottati dal Governo: in precedenza la Commissione europea aveva infatti ammesso deviazioni temporanee dall'OMT per spese legate alla gestione dei flussi migratori quantificando tale scostamento alla luce dell'incremento rispetto all'anno precedente. Al contrario, per il Governo la quantificazione della deviazione temporanea doveva essere riferita alla maggiore spesa sostenuta nel 2017 rispetto a quella effettuata in una situazione − assunta essere in assenza di emergenza − di alcuni anni precedenti, quella pari alla media degli esborsi del triennio 2011-2013. In altre parole, secondo la prospettiva italiana, le spese per l'immigrazione non dovrebbero essere

[85]Ufficio Parlamentare di Bilancio – Rapporto sulla programmazione di bilancio 2016, 51-52.

valutate solo in termini di variazioni rispetto all'anno precedente, ma in relazione alla situazione che l'Italia sperimenterebbe se non rappresentasse il confine esterno dell'Unione europea.

3.5. Come visto, nelle prime cinque occasioni di approvazione dell'autorizzazione parlamentare allo scostamento, il Governo si è avvalso delle già richiamate clausole contenute nell'art. 6, c. 3 o nell'art. 6, c. 5 della legge n. 243 del 2012: la prima disposizione consente al Governo, sentita la Commissione, e al fine di fronteggiare "eventi eccezionali", di richiedere una autorizzazione parlamentare allo scostamento dall'obiettivo programmatico; la seconda clausola permette un ulteriore aggiornamento di un piano di rientro già autorizzato al verificarsi di eventi eccezionali. In entrambi i casi trova applicazione la medesima procedura di autorizzazione, come disciplinata dall'art. 6, c. 3 della legge n. 243 del 2012.

Come anticipato, peraltro, la legge "rinforzata" prevede una ulteriore ipotesi di autorizzazione allo scostamento. Ai sensi dell'art. 6, c. 6 della legge n. 243 del 2012, la procedura di cui al comma 3 si applica altresì «qualora il Governo intenda ricorrere all'indebitamento per realizzare operazioni relative alle partite finanziarie al fine di fronteggiare» eventi straordinari, al di fuori del controllo dello Stato, ivi incluse le gravi crisi finanziarie nonché le gravi calamità naturali, con rilevanti ripercussioni sulla situazione finanziaria generale del Paese.

È quest'ultima clausola che il Governo ha attivato per la prima volta nel dicembre 2016, a seguito del rifiuto del *Supervisory Board*[86] della BCE di concedere una pro-

[86]Il *Supervisory Board* è il nuovo organo della BCE chiamato a svolgere le funzioni di vigilanza diretta sulle banche di rilevanza sistemica a seguito dell'entrata in vigore del Regolamento n. 1024 del 2013, il quale ha istituito il *Single Supervisory Mechanism*. Sull'Unione bancaria, cfr. CAPRIGLIONE, *L'Unione bancaria europea: una sfida per un'Europa più unita*, Torino, Utet, 2013; BARUCCI –MESSORI (cur.), *Towards the European Banking Union: achievements and open problems*, Bagno a Ripoli, Passigli, 2014; CHITI – SANTORO (cur.), *L'Unione bancaria europea*, Pisa, Pacini, 2016; BOCCUZZI, *L'Unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Roma, Bancaria, 2015; BUSCH – FERRARINI, *European Banking Union*, Oxford, OUP, 2015; ANTONIAZZI, *L'Unione bancaria europea: i nuovi compiti della BCE di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 3-4, 2014, 717 ss. e, volendo, IBRIDO, *L'Unione bancaria europea. Profili costituzionali*, Torino, Giappichelli, 2017.

roga di venti giorni per l'aumento di capitale del Monte dei Paschi di Siena (Mps)[87]. Proroga che era stata richiesta dall'istituto senese alla luce del mutato contesto determinatosi dopo la crisi di governo che ha fatto seguito al referendum costituzionale svoltosi il 4 dicembre 2016. Dato l'insuccesso del tentativo di rinvenire sul mercato le risorse per una ricapitalizzazione della banca secondo le indicazioni previste dal piano messo a punto dagli *advisor* Jp Morgan e Mediobanca, il Governo è stato costretto a intervenire direttamente per mettere in sicurezza Mps. Pochi giorni dopo il proprio insediamento, il nuovo Governo Gentiloni ha così richiesto alle Camere l'autorizzazione a modificare gli obiettivi programmatici di fabbisogno e debito per l'anno 2017.

In particolare, nella relazione presentata al Parlamento il 19 dicembre 2016, il Governo ha dichiarato di voler reperire 20 miliardi di Euro attraverso operazioni di emissione di titoli del debito pubblico allo scopo di adottare uno o più provvedimenti volti ad assicurare: a) un adeguato livello di liquidità del sistema bancario, anche attraverso la concessione della garanzia dello Stato su passività delle banche italiane; b) un programma di rafforzamento patrimoniale delle banche italiane mediante interventi per la ricapitalizzazione, eventualmente mediante sottoscrizioni di nuove azioni.

Peraltro, il Governo ha rinviato ai successivi documenti di programmazione l'indicazione dei tempi e modalità del proprio intervento.

Occorre evidenziare che nella relazione al Parlamento *ex* art. 6, c. 6, il Governo non ha fatto mai menzione della crisi del Monte dei Paschi di Siena, sebbene tale banca rappresentasse il principale destinatario del provvedimento. Il Governo si è limitato a prefigurare, in termini meramente ipotetici, la possibilità che «nonostante la buona tenuta in generale del sistema bancario italiano […] la severità degli esercizi di *stress*» potesse evidenziare «comunque dei casi di carenza di capitale in scenario

[87]Sulle origini della crisi del Monte dei Paschi di Siena, cfr. CAPRIGLIONE – MONTEDORO, *Brevi note sulla vicenda MPS e sul ruolo delle c.d. fondazioni bancarie*, in *ApertaContrada*, 2013.

avverso»[88]. Tale situazione ipotetica giustifica ai sensi della direttiva 2014/59/UE (*Bank Recovery and Resolution Directive*, da ora direttiva BRRD) un intervento di sostegno precauzionale dello stato a favore del sistema bancario.

Come è noto, nella direttiva BRRD – nel quadro del nuovo paradigma del "*bail-in*" – ha trovato affermazione il principio in base al quale le perdite derivanti dalla crisi della banca devono essere sostenute, almeno in prima battuta, dal settore bancario e in particolare dagli azionisti e dai creditori dell'istituto creditizio. Nella nuova disciplina europea di gestione delle crisi bancarie non mancano peraltro eccezioni al principio del "*bail-in*". Una specifica ipotesi di intervento pubblico è costituita dalla ricapitalizzazione precauzionale: a seguito di uno *stress test* che abbia rilevato una sofferenza di capitale di una banca ancora solvibile, lo Stato membro può chiedere l'autorizzazione alla Commissione europea per una iniezione precauzionale di capitale[89].

Successivamente all'autorizzazione parlamentare, il Governo ha fatto ricorso a questa eccezione prevista dalla direttiva BRRD, adottando il decreto-legge 23 dicembre 2016, n. 237, contenente disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio.

Siamo dunque dinnanzi ad un caso di sovrapposizione fra due eccezioni alle regole di *default* introdotte nel contesto di risposta alla crisi finanziaria e dei debiti sovrani: da un lato, il Parlamento ha autorizzato il ricorso all'indebitamento in deroga ai principi posti dal nuovo art. 81 Cost. (a sua volta "attuativo" dei vincoli posti dal *Fiscal Compact*). Dall'altro lato, lo Stato è intervenuto a sostegno del sistema bancario (e in particolare di un istituto) in deroga al nuovo modello del *bail-in*.

Il decreto-legge 23 dicembre 2016, n. 237 è stato poi convertito, con modificazioni, dalla legge 17 febbraio 2017, n. 15. A seguito della conversione e di intensi contatti fra le istituzioni europee e quelle nazionali, il 1° giugno 2017, il Commissario eu-

[88]Sullo stato di salute del sistema bancario italiano, anche alla luce degli esiti degli *stress test*, cfr. CAPRIGLIONE, *L'Europa e le banche. Le "incertezze" del sistema italiano*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell'economia*, 1, 2017, 1 ss.

[89] Cfr. G. RIVOSECCHI, Seminario interdisciplinare "Ragionando sull'equilibrio di bilancio". Replica agli interventi (1° febbraio 2016), in www.forumcostituzionale.it.

ropeo alla concorrenza ha concluso un accordo di principio con il Ministro dell'Economia italiano in merito alla ricapitalizzazione del Monte dei Paschi in linea con la normativa europea.

4: 4.1. Questo contributo ha preso le mosse dal nodo concernente la teorica praticabilità di politiche keynesiane a seguito dell'attuazione dei vincoli posti dal *Fiscal Compact*. Più in generale, ci si è interrogati in merito al grado di duttilità conservato dal nuovo art. 81 Cost. come attuato dalla legge n. 243 del 2012. Mentre infatti un primo indirizzo ha evidenziato una intollerabile riduzione dello spettro delle politiche economiche a disposizione dei titolari dell'indirizzo politico, altra dottrina ha posto l'accento sulla possibilità di derogare agevolmente al divieto di indebitamento (cfr. *supra*, par. 1).

L'analisi dell'*iter* parlamentare delle autorizzazioni all'indebitamento per eventi eccezionali (cfr. *supra*, par. 3) può offrire indicazioni utili in merito a tale dibattito.

A partire dall'esercizio finanziario relativo all'anno 2014, ossia dal primo esercizio nel quale ha trovato applicazione la nuova disciplina costituzionale, il Parlamento ha sempre autorizzato le richieste di ricorrere all'indebitamento per eventi eccezionali in occasione della presentazione del DEF o della NADEF. Gli unici casi nei quali il Governo non ha richiesto l'autorizzazione parlamentare allo scostamento si riferiscono al DEF 2015[90] e al DEF 2017. A seguito della crisi del Monte dei Paschi di Siena, il Parlamento ha altresì autorizzato l'emissione di titoli del debito pubblico per 20 miliardi di Euro in virtù dell'art. 6, c. 6 della legge n. 243 del 2012, il quale consente di ricorrere all'indebitamento per realizzare operazioni relative alle partite finanziarie al fine di fronteggiare eventi straordinari.

Dunque, dall'esercizio finanziario 2014 in poi, il debito italiano non solo non è diminuito, ma ha continuato a crescere sensibilmente, anche in virtù delle autorizzazioni parlamentari approvate a maggioranza assoluta. Basti pensare che nel dicembre

[90]Peraltro, come visto, il Governo ha richiesto l'autorizzazione all'indebitamento in occasione della successiva NADEF 2015.

del 2013, ossia alla vigilia della prima applicazione delle nuove regole di bilancio, il debito pubblico italiano era pari a 2.068 miliardi di Euro (pari al 129% del rapporto debito-PIL) mentre alla fine del 2016 si è attestato a 2.217 miliardi di Euro (132,8% del rapporto debito-PIL).

Alla luce dei casi di deroga al divieto costituzionale di indebitamento non è possibile dunque seriamente dubitare della possibilità per lo Stato italiano di indebitarsi nel quadro delle nuove regole sull'equilibrio di bilancio.

Questa constatazione non è tuttavia di per sé sufficiente a rispondere al quesito di partenza, imponendo la necessità di ragionare su come le risorse reperite attraverso l'indebitamento possano essere utilizzate. Da questo punto di vista, la scelta della legge "rinforzata" di svincolare il nuovo indebitamento dall'obbligo di finanziare investimenti[91] implica la facoltà del decisore politico di ricorrere al credito per finanziare spese correnti ed eventualmente realizzare politiche economiche di stampo, per così dire, "pre-elettoralistico". È inoltre evidente il pericolo di una destinazione delle «eventuali minori uscite» o delle «nuove entrate fiscali e persino» degli «introiti di eventuali privatizzazioni, non tanto a finalità redistributive ma al rimborso di debiti pregressi e di interessi sul debito»[92].

Il punto, dunque, non è la compatibilità con la disciplina riformata di un sostegno pubblico alla domanda attraverso il ricorso al debito. Il punto non è neppure l'auspicabilità o meno di politiche keynesiane. Quello che occorre invece sottolineare è che un indebitamento svincolato dalle spese di investimento mette in discussione la capacità della spesa pubblica di assolvere ai compiti che le sarebbero propri, incluso

[91]Sul punto, cfr. SAITTO, *"Costituzione finanziaria" ed effettività dei diritti sociali nel passaggio dallo "stato fiscale" allo "stato debitore"*, cit., 13 ss.

[92]Cfr. SAITTO, *"Costituzione finanziaria" ed effettività dei diritti sociali nel passaggio dallo "stato fiscale" allo "stato debitore"*, cit., 23. L'ipotesi secondo la quale la vera ragione della riscrittura dell'art. 81 Cost. sarebbe da ricondurre alla possibile inclusione "automatica" in bilancio, senza approvazione specifica da parte del Parlamento, degli eventuali maggiori oneri del servizio del debito pubblico conseguenti alle fluttuazioni speculative dei tassi di interesse sui titoli di stato è formulata da DI GASPARE, *Funambolismi di finanza pubblica: il nuovo art. 81 Costituzione e la legge di stabilità*, cit.

quello di contribuire alla riduzione delle disuguaglianze[93]. Paradossalmente, l'interrogativo concernente la teorica praticabilità di politiche keynesiane – quasi sottintendendo una dicotomica contrapposizione fra "rigoristi" e sostenitori delle politiche economiche basate sull'indebitamento – rischia di risultare male impostato, in quanto la normativa vigente consente di ricorrere al credito anche per finalità chiaramente non "keynesiane".

In ultima analisi, l'attuale disciplina di attuazione del *Fiscal Compact* – e in particolare il requisito della maggioranza assoluta – si espone alla critica di essere troppo rigida nei confronti del "debito buono" e al tempo stesso troppo flessibile nei confronti del "debito cattivo". È questo un profilo che andrà tenuto in seria considerazione nelle negoziazioni in corso sulla incorporazione del *Fiscal Compact* nei Trattati e sulle sue prospettive di modifica[94].

Occorre aggiungere che l'esistenza a livello sovrannazionale di vincoli di bilancio più stringenti rispetto al passato – sebbene con le contraddizioni segnalate – non può costituire un "alibi" né comportare una deresponsabilizzazione dei decisori politici nazionali, i quali sono tenuti più che mai a dare conto sia delle scelte di finanza pubblica compiute a livello nazionale, sia del loro operato nel processo di formazione delle politiche economiche dell'Unione europea.

4.2. Le Costituzioni, specialmente ove scritte e rigide, tendono, perlopiù, ad essere viste come uno strumento della ragione, mediante il quale, in un momento di saggezza o di raziocinio, si vincolano le scelte che si potrebbero compiere sull'onda delle passioni.

L'immagine di Ulisse che si fa legare all'albero della sua nave per resistere al

[93]Cfr. SAITTO, *"Costituzione finanziaria" ed effettività dei diritti sociali nel passaggio dallo "stato fiscale" allo "stato debitore"*, cit., spec. 23.

[94]Sulla esigenza di mettere mano alle regole del *Fiscal Compact*, ci limitiamo a richiamare quanto osservato da CAPRIGLIONE – TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Torino, Utet, 2014, 136-137 i quali – pur dichiarando di condividere «in linea teorica» gli obiettivi del *Fiscal Compact* – hanno posto l'accento sulla esigenza di più adeguate forme di conciliazione tra rispetto dei vincoli di aggiustamento finanziario e logiche di solidarietà all'interno dell'Unione.

canto delle sirene – usata a più riprese da Elster[95] – è particolarmente felice e richiamata frequentemente appunto a questo scopo. Così come lo è quella, meno evocativa ma altrettanto efficace, dell'alcolista che chiude le bevande alcoliche in un armadio e ne affida la chiave ad una persona fidata[96].

Tuttavia è stata autorevolmente avanzata la tesi opposta, che tende a mettere in rilievo come le Costituzioni siano anche (e a volte prevalentemente) il frutto di elementi irrazionali, quali le passioni, le emozioni o i sentimenti: osservandosi cioè che le opzioni costituzionali tendono ad essere, almeno in qualche misura, riconducibili non tanto alla testa, quanto al cuore degli individui[97].

Anche nel caso della legge costituzionale n. 1 del 2012 le due valenze appena individuate trovano un qualche riscontro.

Da un lato, le norme costituzionali volte ad introdurre il principio dell'equilibrio di bilancio tendono naturalmente ad essere viste come un modo di alzare la protezione rispetto agli effetti che possono essere originati dalle passioni o dalle pulsioni del momento, volte in ipotesi ad alzare il livello della spesa pubblica. Un modo, cioè, di proteggersi meglio dal canto delle sirene o – se ci si vuole appoggiare alla metafora dell'alcolista – di nascondere ancora meglio la chiave dell'armadio in cui si collocano le bevande alcoliche[98]. Non a caso, quella dell'equilibrio di bilancio è questione che è considerata, e discussa, nel dibattito costituzionalistico sin dai suoi inizi: a partire da due padri fondatori della Costituzione americana, quali Thomas Jefferson e James Madison, i quali già a cavallo tra il 1789 e il 1790, all'indomani della rivoluzione francese, discutevano vivacemente se una generazione potesse legittimamente indebitarsi a danno delle successive; o se il debito pubblico non andasse, in definitiva, a vantaggio proprio delle generazioni future[99].

[95]Cfr. ELSTER, *Ulisse e le Sirene. Indagini sulla razionalità e l'irrazionalità* (1979), Bologna, il Mulino, 1983; ID.; *Ulisse liberato. Razionalità e vincoli* (2000), Bologna, il Mulino, 2004.
[96]Cfr. ELSTER, *Ulisse liberato. Razionalità e vincoli* (2000), cit., 99 ss.
[97]Cfr. SAJÓ, *Constitutional Sentiments*, New Haven & London, Yale University Press, 2011, 4 ss.
[98]Cfr. BIFULCO, *Le riforme costituzionali in materia di bilancio in Germania, Spagna e Italia alla luce del processo federale europeo*, cit.
[99]Il dibattito (epistolare) tra Jefferson e Madison è ben richiamato, nel corso dei lavori preparatori della legge costituzionale in esame, dal senatore Morando, nel suo intervento in Assemblea dell'11 aprile

Dall'altro, anche taluni elementi "sentimentali" o, forse meglio, in qualche modo irrazionali hanno contato nell'incoraggiare, in Italia come altrove, le revisioni costituzionali volte ad introdurre l'equilibrio di bilancio. Ed è stato, probabilmente, un sentimento per certi versi vicino alla "paura", visto il forte condizionamento derivante dalla crisi economica, e soprattutto dai mercati finanziari e dai loro mutevoli (e spesso, appunto, irrazionali) "umori". Il che, come si è accennato, ha spinto a parlare di una revisione «affrettata»[100], con un percorso parlamentare articolatosi nell'arco di meno di sette mesi (se calcolati, come ci sembra corretto fare, dalla presentazione del disegno di legge governativo, che risale al 15 settembre 2011); e che era stato preannunziato in una atipica seduta di metà agosto delle Commissioni affari costituzionali e bilancio di Camera e Senato nel corso di un'audizione del Ministro dell'economia[101]. Il punto – almeno a nostro avviso – non è che una buona riforma costituzionale non possa essere approvata in sei mesi o poco più. Semmai, sarebbe opportuno che essa fosse, di regola, il frutto di un confronto il più possibilmente ampio e partecipato anche con la società civile: a maggior ragione, evidentemente, ove con essa si vadano a toccare profili fondamentali del disegno costituzionale[102].

Nel caso della legge costituzionale n. 1 del 2012, l'elemento razionale c'è stato e ha pesato non poco. Anzi, resta probabilmente un elemento chiave se si intende

---

2012. In tema cfr., tra gli altri, BURSTEIN –ISENBERG, *Madison and Jefferson*, New York, Random House, 2010, 206 ss.; e SLOAN, *Principle & Interest. Thomas Jefferson and the Problem of Debt*, Charlottesville and London, University Press of Virginia, 1995, 53 ss.; nonché, in Italia, RIVOSECCHI, *La garanzia costituzionale della copertura finanziaria come vincolo intertemporale alla spesa pubblica nella (limitata) prospettiva della tutela delle generazioni future*, in *Un diritto per il futuro. Teorie e modelli dello sviluppo sostenibile e della responsabilità intergenerazionale*, a cura di Bifulco – D'aloia, Napoli, Jovene, 2008, 475 ss., e BIFULCO, *Jefferson, Madison e il momento costituzionale dell'Unione. A proposito della riforma costituzionale sull'equilibrio di bilancio*, in *Rivista AIC*, 2, 2012, 1 ss.

[100]In particolare, BRANCASI, *L'introduzione del c.d. pareggio di bilancio: un esempio di revisione affrettata della Costituzione*, in *Quad. cost.*, 1, 2012, 108 ss.

[101]Seduta dell'11 agosto 2011, con l'audizione del Ministro Tremonti avente a oggetto – appunto – la riforma dell'art. 81 della Costituzione. In Spagna la riforma costituzionale sul pareggio di bilancio è stata invece approvata in poco più di un mese, in larga parte coincidente con il mese di agosto 2011, e senza emendamenti parlamentari (cfr. FASONE, *La giustiziabilità della clausola sul pareggio di bilancio in Spagna. Quali indicazioni per il caso italiano?*, in DECARO – LUPO – RIVOSECCHI (cur.), *La "manutenzione" della giustizia costituzionale. Il giudizio sulle leggi in Italia, Spagna e Francia*, Torino, Giappichelli, 221 ss. e spec. 225).

[102]Criticamente, sul metodo delle riforme costituzionali, cfr. OLIVETTI, *Il vestito di Arlecchino: prime note sul c.d. "ABC costituzionale"*, in *Federalismi*, 9, 2012.

cogliere la *ratio* alla base della riforma costituzionale in esame. Infatti, come detto, il principio dell'equilibrio di bilancio mira a rispondere ad un classico problema che si riscontra nell'ambito delle dinamiche politiche, rispetto al quale i vincoli costituzionali sono in qualche modo chiamati a porre rimedio: quello della prevalenza della logica del breve periodo sulla logica del lungo periodo, spesso riscontrabile nei sistemi politici, i quali – a maggior ragione quando sono dominati dai media e dai sondaggi – finiscono per essere facili vittime delle spinte di tipo populistico.

Più nello specifico, vi è da domandarsi se l'innalzamento delle maggioranze parlamentari rappresenti una misura idonea a conseguire gli effetti voluti. E ciò, distintamente, sia nel caso dell'*iter* di approvazione delle stesse revisioni costituzionali, sia nel caso di atti, legislativi e non, da essi previsti.

Quanto alle maggioranze qualificate previste dall'art. 138 Cost., esse non sono state in grado di impedire l'approvazione di una revisione costituzionale in tempi rapidi: le maggioranze che hanno supportato la legge costituzionale n. 1 del 2012 sono state infatti elevate, avendo oltrepassato in entrambi i rami del Parlamento, seppur di poco, il *quorum* dei due terzi dei componenti. Semmai, la risposta del sistema politico è consistita nello sminuire il significato "autoctono" della revisione e nell'addebitare la responsabilità della scelta costituzionale pressoché integralmente alle istituzioni dell'Unione europea: una scelta presentata perciò come necessitata, dovuta perciò solo ai vincoli europei, ma non effettivamente voluta dalle forze politiche italiane. Non a caso, essa è stata assunta durante l'operato di un "governo tecnico", supportato, all'inizio, da una vastissima maggioranza parlamentare, al quale le forze politiche hanno assegnato l'arduo, e per definizione impopolare, compito di adottare quelle misure di risanamento della finanza pubblica che il governo politico che lo aveva preceduto, pur dotato, a inizio legislatura, di una chiara e larga maggioranza in entrambi i rami del Parlamento, non era riuscito ad adottare, perdendo così credibilità di fronte ai mercati e, soprattutto, ai *partners* europei[103].

[103]Sul fenomeno dei c.d. governi tecnici, cfr. MCDONNELL – VALBRUZZI, *Defining and Classifying Technocrat-led and Technocratic Governments*, in *European Journal Political Reserarch*,

Scarsi effetti sembrano aver prodotto anche le maggioranze assolute previste dalla legge costituzionale n. 1 del 2012: non tanto quella per l'approvazione della legge "rinforzata", che pure non si può dire essere stata sfruttata fino in fondo in sede attuativa; quanto quella per le autorizzazioni all'indebitamento, che, come si è visto, non pare aver in alcun modo frenato il ricorso al debito per spese diverse da quelle di investimento.

Tutte e tre le richiamate interpretazioni della *ratio* della maggioranza assoluta (cfr. *supra* par. 2.4) paiono così scontrarsi con un dato di realtà.

Secondo la prima lettura, l'innalzamento del *quorum* mirava a favorire convergenze ampie e trasversali nelle ipotesi di ricorso al debito. Invero, i sei casi di deroga esaminati non hanno prodotto un ampliamento significativo del consenso sull'autorizzazione allo scostamento rispetto all'area di governo. Salvo alcune variazioni marginali, le forze di opposizione – compresi i partiti che avevano invocato una maggiore flessibilità – hanno infatti espresso il proprio voto negativo su entrambe le risoluzioni (cfr. *supra* par. 3.1).

Sulla base della seconda interpretazione, il requisito della maggioranza assoluta era volto a introdurre un aggravamento procedurale idoneo a rendere davvero eccezionale la deroga all'art. 81 Cost. Tale circostanza appare smentita dai fatti, dal momento che l'abbinamento della richiesta di scostamento alla presentazione del DEF e della NADEF ha costituito la modalità ordinaria con la quale sono state progettate in questi anni le manovre economiche in Italia.

Quanto alla terza ricostruzione, non si registrano nei lavori parlamentari – anche a causa del mancato adeguamento dei Regolamenti delle Camere –innovazioni di tali da aver reso più trasparenti e visibili le ragioni a sostegno dell'autorizzazione all'indebitamento, come invece era stato auspicato in questa chiave.

Certo, non è da escludere che in futuro possa verificarsi un mutamento di scenario in relazione ad uno o più di questi potenziali fondamenti giustificativi del *quo-*

2014, 654 ss.; LUPO, *I "governi tecnici". Gli esecutivi Ciampi, Dini e Monti nel difficile equilibrio tra tecnica e politica*, in *Rassegna parlamentare*, 1, 2015, 57 ss.; PIERINI, *I governi tecnici in Italia*, in VOLPI (cur.), *Governi tecnici e tecnici al governo*, Torino, Giappichelli, 2017, 43 ss.

rum della maggioranza assoluta. Basti pensare, per esempio, alla ipotesi di una maggioranza parlamentare così risicata da non raggiungere la soglia della maggioranza assoluta, la quale, come è noto, non è richiesta dall'art. 94 Cost. ai fini della formazione né della permanenza del legame fiduciario. Per il momento, tuttavia, è necessario prendere atto che l'innalzamento del *quorum* non ha in alcun modo ostacolato il ricorso al debito "cattivo", mentre residua la possibilità che, in presenza di un ipotetico "*hung Parliament*", il requisito della maggioranza assoluta diventi un ostacolo decisivo al recupero, tramite il debito, di risorse strategiche per gli investimenti; o comunque una occasione preziosa per le opposizioni per far cadere un Governo ostile sulla manovra finanziaria da questo proposta.

Nicola Lupo

Ordinario di Diritto pubblico

nell'Università Luiss "Guido Carli" di Roma

Renato Ibrido

Assegnista di ricerca in Istituzioni di Diritto pubblico

nell'Università Luiss "Guido Carli" di Roma

THE U.S. (*UN*)REGULATION OF HEDGE FUNDS [*] [**]

(*L'inadeguata regolazione degli* hedge funds *negli Stati Uniti*)

ABSTRACT: *Nel corso degli anni gli hedge funds hanno dimostrato tanto di saper creare quanto di poter diffondere il rischio sistemico all'interno dei mercati finanziari; inoltre, gli stessi sono stati coinvolti, prevalentemente negli Stati Uniti, in un numero rilevante di scandali e frodi finanziarie che hanno seriamente danneggiato i loro investitori.*

Il Dodd-Frank Act è stato adottato dal legislatore americano nel 2010, nel contesto della legislazione post-crisi, come risposta perlopiù al primo dei due menzionati problemi posti da questi veicoli finanziari allo scopo di mantenere la stabilità finanziaria.

Il secondo problema, invece, ancora oggi, stenta ad essere considerato una vera e propria priorità da parte dei regulators in considerazione del fatto che solo investitori sofisticati, istituzionali e/o patrimonialmente solidi – pertanto asseritamente in grado di valutare l'opportunità di un investimento e di sopportarne il rischio – possono acquistare quote o azioni di tali fondi. Questa impostazione legislativa, tuttavia, non appare del tutto condivisibile alla luce dei numerosi casi di frodi in cui gli hedge funds sono stati coinvolti con relativo danno a carico dei loro investitori. E sebbene lo stesso Dodd-Frank Act annoveri – per il vero contraddittoriamente – tra i suoi obiettivi anche la "protection of consumers from abusive financial services practices" non sembra che le sue disposizioni siano in grado di raggiungere tale finalità politico-legislativa.

In un contesto come l'attuale in cui l'Amministrazione americana ha recentemente dichiarato di volere abolire numerose previsioni del Dodd-Frank Act per alleggerire gli oneri regolamentari in capo agli operatori bancari e finanziari, in palese controtendenza, l'articolo "denuncia" l'inappropriatezza e l'insufficienza delle attuali regole ad evitare e contrastare (o perlomeno minimizzare) i potenziali pericoli creati da questi

[*]Contributo approvato dai revisori.

[**]"Ciò che viene creato dallo spirito è più vivo della materia", BAUDELAIRE, *Il mio cuore messo a nudo*, Milano, 2015, p. 11.

peculiari fondi di investimento ed evidenzia la pericolosità di un ulteriore abbassamento del livello di regolamentazione e supervisione.

SOMMARIO: 1. Introduction. – 2. The main features of hedge funds. – 3. The (*un*)regulation (*un*)applied to hedge funds in the U.S. – 4. *The generation of systemic risk*. – 5. Spreading systemic risk. – 6. The investor protection issue. – 6.1. The inconsistency of the "sophisticated investor doctrine". – 6.2. Funds of hedge funds and pension funds investing in hedge funds. – 6.3. The need for investor protection. – 7. The new rules applied to hedge fund managers. – 8. The main criticalities of the U.S. (*un*)regulation of hedge funds. – 9. Concluding remarks.

1. Hedge funds can pose and spread systemic risk across the financial markets and, additionally, they can be used by their managers to commit fraud and misappropriation of the assets, that, in turn, can seriously damage their investors.[1]

With regard to systemic risk, it seems that the majority of the commentators now agree on their potential capability to pose and spread this type of risk.[2] Evidences of that can be found in the quasi-failure of Long Term Capital Management (LTCM)[3] as well as in other significant collapses from the recent past.[4] Such issue has been considered very serious even by the U.S. legislature which in 2010, as a legislative

[1]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L., 417 ss (2017).
[2]See KRUG, *Rethinking U.S. investment adviser regulation*, 87 St. John's l. Rev. 451 (2013), (noting that, due to the huge amount of assets invested in hedge funds and their tendency to invest in risky activities, these vehicles can help the generation of systemic risk); Nabilou – Pacces, *The hedge fund regulation dilemma: direct vs. indirect regulation*, 6 Wm. & Mary Bus. L. Rev. 188 (2015), (arguing that they can pose risks to financial systems and contribute to financial instability due to their size and their leverage, but also to their interlinkages with large complex financial institutions); DANÍELSSON – ZIGRAND, *Regulating Hedge Funds*, 10 Fin. Stability Rev. 29 (2007), ("Hedge funds do ... contribute to systemic risk whereby the failure of a systemically important hedge fund has the potential to create sufficient uncertainty in the markets for liquidity to dry up and for trading to cease with potentially costly consequences.").
[3]Concerning what happened to LTCM in 1998, see ASHWORTH II, *Is hedge fund adviser registration necessary to accomplish the goals of the Dodd-Frank Act's title IV?*, 70 Wash. & Lee L. Rev. 669-671 (2013).
[4]See KAAL, *Hedge fund manager registration under the Dodd-Frank Act*, 50 San Diego L. Rev. 245-246 (2013), ("Several spectacular hedge fund failures seemed to confirm that the failure of systematically important hedge funds could have the potential to create such uncertainty as to impede trading, and in a worst case scenario, could cause damage to the real economy.").

response to the global financial crisis of 2007-2008, enacted the so-called Dodd-Frank Act,[5] mainly in order to promote the financial stability of the United States.[6]

On the other hand, the second issue is not always considered as a real priority in light of the argument that only sophisticated, wealthy and institutional investors are allowed to buy interests in hedge funds. These investors are deemed to be able to fend for themselves and therefore they would not need to be protected by the regulation due to their skills and/or economic condition.[7] This argument, however, can be criticized on the basis of the number of scandals that in the recent past have involved hedge funds damaging their investors regardless of their level of sophistication and wealth.[8] Also, due to the so-called "retailization", now even investors who are neither particularly sophisticated nor very wealthy can directly and indirectly invest in hedge funds.[9] These elements can prove that an investor protection issue exists and as such it should be seriously taken into account by the U.S. legislator. In this regard, even

[5]'Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act', which was signed into law on July 21, 2010; the part of the Act dealing with the hedge fund industry is the Title IV entitled the 'Private Fund Investment Advisers Registration Act 2010' (so-called PFIARA).

[6]The goals that the Dodd-Frank Act declares to pursue are: "To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end ''too big to fail'', to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices," among others.

[7]See NELSON, *Hedge fund regulation: a proposal to maintain hedge funds' effectiveness without SEC regulation*, 2 Brook. J. Corp. Fin & Com. L. 222, 229 (2007), ("Hedge fund investors can adequately protect themselves since they are generally sophisticated investors" and additionally, "investor protection does not justify increased hedge fund regulation because hedge fund investors are a small, elite segment of the investing public."); GIBSON, *Is hedge fund regulation necessary*, 73 Temp. L. Rev. 713, 714 (2000), ("A review of existing federal regulation suggests that hedge fund regulation to protect investors is not necessary. Hedge funds typically limit their solicitation to institutional investors and persons with substantial net worth. Both of these groups are less in need of the regulatory protection provided by SEC and CFTC than the general investing public. Therefore, investor protection is not necessary to the extent that hedge funds are trading in securities or commodities…").

[8]See Securities and Exchange Commision, *Implications of the Growth of Hedge Funds*, (Sept. 2003), available at http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf; accordingly see Karmel, *Iosco's response to the financial crisis*, 37 J. CORP. L. 849 (2012), ("Abuses and insolvencies by some hedge funds have demonstrated that investor protection is an issue").

[9]See DESMET, *Understanding hedge fund adviser regulation*, 4 Hastings Bus. L.J. 8-9 (2008), (arguing that due to the retailization even less affluent investors have started to participate in hedge funds); LEWIS, *A transatlantic dilemma: a comparative review of American and British hedge fund regulation*, 22 Emory Int'l L. Rev. 363 (2008), ("The retailization of hedge funds unduly exposes unqualified investors to the risks hedge funds pose, through ineffective minimum investor requirements and increased participation by mainstream investment vehicles like pension funds.").

though the Dodd-Frank Act includes among its legislative purposes also the protection of consumers from abusive financial services practices, its new provisions seem unable to reach this goal.[10]

In a political context in which the new U.S. Administration has clearly declared that it will abolish a number of Dodd-Frank Act's provisions in order to lower the costs of compliance for financial intermediaries, this article critically argues that the current regulation is inconsistent and inappropriate to prevent and face the two main issues posed by these funds, namely the creation and spread of systemic risk and the commission of fraud. It follows that a further decrease of the level of regulation and supervision could proportionally increase the peril that hedge funds seriously impact the markets and hurt their investors.

2. The first hedge fund is said to be the one established in 1949 by Alfred Winslow Jones.[11] The financial innovation that Jones introduced was the combination of long positions with short positions in the same portfolio in order to hedge against the market's movements.[12] This result was gained because a long position appreciates when the value of the held security rises, while a short position, which is usually obtained by short selling stocks, appreciates when the underlying security's value falls. By combining both the positions in the same portfolio, the investor can reduce the risk of losses. Due to the good performance of this fund, the concept of "hedge fund" started becoming increasingly popular.[13]

The expression "hedge fund" comes from the financial industry and it is used to

[10]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 420 (2017).
[11]See also LEWIS, *A transatlantic dilemma: a comparative review of American and British hedge fund regulation*, 22 Emory Int'l L. Rev. 360 (2008), ("Alfred Winslow Jones, the father of the hedge fund industry, founded the first true hedge fund in 1949."); see Jonna, *In search of market discipline: the case for indirect hedge fund regulation*, 45 San Diego L. Rev. 1008 (2008), ("Alfred Winslow Jones is credited as the first investor to start a hedge fund. Jones held short and long positions in stocks and sought to insulate himself against market fluctuation.").
[12]See JONNA, *In search of market discipline: the case for indirect hedge fund regulation*, 45 San Diego L. Rev. 1008 (2008).
[13]See ASHWORTH II, *Is hedge fund adviser registration necessary to accomplish the goals of the Dodd-Frank Act's title IV?*, 70 Wash. & Lee L. Rev. 656-657 (2013).

refer to a broad variety of pooled investment vehicles employing different financial strategies, so there is no universal definition of that.[14] However, there are some common features that can be taken into account in order to distinguish hedge funds from other types of undertakings for collective investment.[15]

Usually, hedge funds are privately organised financial vehicles which are managed by professional investment managers, and their interests are sold to wealthy, sophisticated and institutional investors.[16] Typically they are not publicly traded and therefore their interests are rather illiquid and quite difficult to value.[17] Usually a high initial minimum investment is required and often their managers also set a lock-up period during which the participants cannot withdraw the money they have invested. This legal mechanism is important since it allows to take long-term positions and invest in illiquid assets.[18]

The typical assets in which they invest are securities but they also buy other illiquid assets, such as commodities and derivatives.[19] Some hedge funds are deemed to be particularly risky as they invest a significant amount of money in highly speculative financial products and short sell securities.[20]

Often hedge funds also carry a relevant level of leverage, that is used in order

[14]See SCHNEIDER, *If at first you don't succeed: why the SEC should try and try again to regulate hedge fund advisers*, 9 J. Bus. & Sec. L. 264 (2009), (using the expression "defining the indefinable.").
[15]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 426 (2017).
[16]See KEHOE, *Hedge Fund "Regulation" for Systemic Risk: Largely Impossible*, 14 J. Bus. & Sec. L. 38 (2013), (arguing that typically the fund is just one or two accounts, with no employees or corporate personnel).
[17]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 426 (2017).
[18] ID.
[19]See GIBSON, *Is hedge fund regulation necessary*, 73 Temp. L. Rev. 684 (2000), ("Hedge funds invest in a broad array of financial products, including debt and equity securities, futures, options, over-the-counter derivatives, and foreign currencies.").
[20]See NELSON, *Hedge fund regulation: a proposal to maintain hedge funds' effectiveness without SEC regulation*, 2 Brook. J. Corp. Fin & Com. L. 234 (2007), (explaining that short selling or taking a short position mean "[b]orrowing a security (or commodity futures contract) from a broker and selling it, with the understanding that it must later be bought back (hopefully at a lower price) and returned to the broker.").

to increase certain investment positions with the goal of multiplying the gains.[21]

Their investment strategies are different, but generally their managers seek to gain profits regardless of the financial markets performance. In fact, their goal is to generate the so-called alpha, that is the excess return of the fund compared to a benchmark index.[22]

Some of these elements, particularly the high level of leverage, the short selling strategy and the use of derivatives can make the investment in hedge funds risky and can cause them to pose and spread systemic risk.[23] Both these factors are emphasized by the layer of opacity and secrecy that typically characterizes these vehicles.[24]

3. Usually U.S. hedge funds are established as limited partnerships or limited liability companies in Delaware.[25] Instead, many hedge fund managers are resident in

[21]See KEHOE, *Hedge Fund "Regulation" for Systemic Risk: Largely Impossible*, 14 J. Bus. & Sec. L. 37 (2013), (emphasizing that leverage and the possibility to largely diversify portfolio composition are some of the main reasons explaining why hedge funds can have better performance than mutual funds).
[22]See ROACH JR., *Hedge Fund Regulation: "What Side of the Hedges Are You on?"*, 40 U. Mem. L. Rev. 165 (2009), (highlighting that the generation of alpha is one of their most significant features).
[23]See KRUG, *Rethinking U.S. investment adviser regulation*, 87 St. John's L. Rev. 451 (2013), (noting that, due to their investments in risky activities, such as credit default swaps, these vehicles can help the creation of systemic risk); see also KEHOE, *Hedge Fund "Regulation" for Systemic Risk: Largely Impossible*, 14 J. Bus. & Sec. L. 37 (2013), (emphasizing that over-leveraged hedge funds can impact the stability of the markets depending on their level of liquidity and market positions).
[24]See CRUTCHFIELD GEORGE – DYMALLY – BOSS, *The opaque and Under-Regulated Hedge Fund Industry: Victim or Culprit in the Subprime Mortgage Crisis?*, 5 N.Y.U. J.L. & Bus. 359, 366 (2009).
[25]See ASHWORTH II, *Is hedge fund adviser registration necessary to accomplish the goals of the Dodd-Frank Act's title IV?*, 70 Wash. & Lee L. Rev. 660 (2013), (arguing that such vehicles give more flexibility in setting the relationships between the manager and the investors and at the same time are very efficient from the tax point of view; yet many hedge funds are established in offshore jurisdictions such as Cayman Islands or British Virgin Islands mainly for tax purposes and are managed by U.S. managers); JOHNSON, *Why register hedge fund advisers – A comment*, 70 Wash. & Lee L. Rev. 715-716 (2013), ("Whether organized in a state in the United States or under the law of the Cayman Islands, hedge fund vehicles are not stringently regulated under any of these laws. Under U.S. law, moreover, notably Delaware, states have adopted a highly flexible, contractarian approach, allowing the fund sponsor to craft a deal document that contractually specifies investor rights. If it is not set forth in the partnership or operating agreement, investors do not have it, including ongoing access to full information. Moreover, the sponsors themselves can reduce or even eliminate their fiduciary duties, thereby removing even traditional state law safeguards for egregious adviser conduct.").

New York, New Jersey or Connecticut.[26]

Hedge funds and hedge fund managers have always taken benefit of the different exemptions and exceptions provided by the U.S. security laws in order to escape both regulation and supervision.[27]

The main securities laws that have a potential impact on the hedge fund industry are: 1) Securities Act of 1933; 2) Securities and Exchange Act of 1934; 3) Investment Company Act of 1940; and 4) Investment Advisers Act of 1940.[28]

The focus of the Securities Act of 1933 is mainly on offers of securities to the public.[29] In such a context, the issuer must file a registration statement with the SEC. This statement is important because it provides potential investors with information regarding the issuer's business, properties, material legal proceedings, directors and officers, ownership and financials. This legal obligation has to be fulfilled every time securities are publicly offered.[30]

Usually hedge fund interests are considered as securities under the Act,[31] because these are broadly defined as notes, stocks, treasury stocks, futures, bonds, debentures, investment contracts and many other financial instruments.[32] The catch-all

[26]See LEWIS, *A transatlantic dilemma: a comparative review of American and British hedge fund regulation*, 22 Emory Int'l L. Rev. 351 (2008), (hedge fund managers are mostly based in New York City and in Greenwich); see also DESMET, *Understanding hedge fund adviser regulation*, 4 Hastings Bus. L.J. 5 (2008), ("In the United States, the highest concentration of hedge fund advisers appears to be in Connecticut.").

[27]See ASHWORTH II, *Is hedge fund adviser registration necessary to accomplish the goals of the Dodd-Frank Act's title IV?*, 70 Wash. & Lee L. Rev. 652 (2013), ("Hegde funds have avoided direct regulation under federeal securities laws for most of their existence.").

[28]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 429 (2017).

[29]See SCHNEIDER, *If at first you don't succeed: why the SEC should try and try again to regulate hedge fund advisers*, 9 J. Bus. & Sec. L. 272 (2009).

[30]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 430 (2017).

[31]See ASHWORTH II, *Is hedge fund adviser registration necessary to accomplish the goals of the Dodd-Frank Act's title IV?*, 70 Wash. & Lee L. Rev. 660 (2013).

[32]Under 15 U.S.C. § 77b(a)(1) (2012), "The term ''security'' means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege

category of the "investment contracts" leads to qualify hedge fund interests as a security, due to the interpretation provided by the Supreme Court, that has described an "investment contract" as "an investment in a common venture premised on a reasonable expectation of profits to be derived from entrepreneurial or managerial efforts of others".[33]

Nevertheless, section 4 of the Securities Act also provides a number of exempted transactions, *i.e.* transactions where the issuer does not have to file a registration statement with the SEC. Typically, hedge funds rely on the exemption laid down in section 4(a)(2) of the Act concerning "transactions by an issuer not involving any public offering" that is called "private offering exemption".[34] The Securities Act does not define the concept of "public offering", so the SEC has added further details to clarify when a transaction is not a public offering, by issuing the so-called Regulation D.[35]

Rule 506 of Regulation D states that offerings of interests only addressed to purchasers that qualify as "accredited investors"[36] are exempt. This exemption allows

entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a ''security'', or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.".

[33]See ASHWORTH II, *Is hedge fund adviser registration necessary to accomplish the goals of the Dodd-Frank Act's title IV?*, 70 Wash. & Lee L. Rev. 664 (2013), (citing United Hous. Found., Inc. v. Forman, 421 U.S. 837, 852 (1975). "Note that the quoted investment contract test in Forman is derived from the original investment contract test in SEC v. Howey. SEC v. Howey, 328 U.S. 293 (1946)". The original Howey investment contract test states that "The test is whether the scheme involves an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others…" "…Hedge funds offer their limited partnership and limited liability company interests to passive investors who receive nominal (or no) management authority and because these investors expect profits from management (efforts of others), most hedge fund offerings qualify as investment contracts.").

[34]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 430 (2017).

[35]ID.

[36]Under 15 U.S.C. § 77b(a)(15) (2012), "The term ''accredited investor'' shall mean—(i) a bank as defined in section 3(a)(2) whether acting in its individual or fiduciary capacity; an insurance company as defined in paragraph (13) of this subsection; an investment company registered under the Investment Company Act of 1940 or a business development company as defined in section 2(a)(48) of that Act; a Small Business Investment Company licensed by the Small Business Administration; or an employee benefit plan, including an individual retirement account, which is subject to the provisions of the Employee Retirement Income Security Act of 1974, if the investment decision is

hedge funds to raise an unlimited amount of money from an unlimited number of accredited investors.[37]

The rationale behind this exemption is that "accredited investors", unlike retail

made by a plan fiduciary, as defined in section 3(21) of such Act, which is either a bank, insurance company, or registered investment adviser; or (ii) any person who, on the basis of such factors as financial sophistication, net worth, knowledge, and experience in financial matters, or amount of assets under management qualifies as an accredited investor under rules and regulations which the Commission shall prescribe". In addition, under 17 C.F.R. 230.501(a) (2013): "Accredited investor shall mean any person who comes within any of the following categories, or who the issuer reasonably believes comes within any of the following categories, at the time of the sale of the securities to that person: (1) Any bank as defined in section 3(a)(2) of the Act, or any savings and loan association or other institution as defined in section 3(a)(5)(A) of the Act whether acting in its individual or fiduciary capacity; any broker or dealer registered pursuant to section 15 of the Securities Exchange Act of 1934; any insurance company as defined in section 2(a)(13) of the Act; any investment company registered under the Investment Company Act of 1940 or a business development company as defined in section 2(a)(48) of that Act; any Small Business Investment Company licensed by the U.S. Small Business Administration under section 301(c) or (d) of the Small Business Investment Act of 1958; any plan established and maintained by a state, its political subdivisions, or any agency or instrumentality of a state or its political subdivisions, for the benefit of its employees, if such plan has total assets in excess of 5,000,000 dollars; any employee benefit plan within the meaning of the Employee Retirement Income Security Act of 1974 if the investment decision is made by a plan fiduciary, as defined in section 3(21) of such act, which is either a bank, savings and loan association, insurance company, or registered investment adviser, or if the employee benefit plan has total assets in excess of 5,000,000 dollars or, if a self-directed plan, with investment decisions made solely by persons that are accredited investors … (4) Any director, executive officer, or general partner of the issuer of the securities being offered or sold, or any director, executive officer, or general partner of a general partner of that issuer; (5) Any natural person whose individual net worth, or joint net worth with that person's spouse, exceeds 1,000,000 dollars. (i) Except as provided in paragraph (a)(5)(ii) of this section, for purposes of calculating net worth under this paragraph (a)(5): (A) The person's primary residence shall not be included as an asset; (B) Indebtedness that is secured by the person's primary residence, up to the estimated fair market value of the primary residence at the time of the sale of securities, shall not be included as a liability (except that if the amount of such indebtedness outstanding at the time of sale of securities exceeds the amount outstanding 60 days before such time, other than as a result of the acquisition of the primary residence, the amount of such excess shall be included as a liability); and (C) Indebtedness that is secured by the person's primary residence in excess of the estimated fair market value of the primary residence at the time of the sale of securities shall be included as a liability; (ii) Paragraph (a)(5)(i) of this section will not apply to any calculation of a person's net worth made in connection with a purchase of securities in accordance with a right to purchase such securities, provided that: (A) Such right was held by the person on July 20, 2010; (B) The person qualified as an accredited investor on the basis of net worth at the time the person acquired such right; and (C) The person held securities of the same issuer, other than such right, on July 20, 2010. (6) Any natural person who had an individual income in excess of 200,000 dollars in each of the two most recent years or joint income with that person's spouse in excess of 300,000 dollars in each of those years and has a reasonable expectation of reaching the same income level in the current year; (7) Any trust, with total assets in excess of 5,000,000 dollars, not formed for the specific purpose of acquiring the securities offered, whose purchase is directed by a sophisticated person as described in § 230.506(b)(2)(ii); and (8) Any entity in which all of the equity owners are accredited investors…".

[37]See MARTIN, *One step forward for hedge fund investors: the removal of the solicitation ban and the challenges that lie ahead*, 16 U. Pa. J. Bus. L. 1151 (2014); see ALBIEZ, *Hedge fund oversight and title IV: less than meets the eye*, 37 Seton Hall Legis. J. 150 (2012).

investors, are not deemed to be in need of protection, since they should be able to assess the riskiness of their investments and also powerful enough to ask and obtain the information they need from the hedge fund manager.[38]

The second act with a potential impact on the U.S. hedge fund industry is the Securities and Exchange Act of 1934.[39] This Act states that certain companies, so-called publicly-traded companies, have to provide the SEC with periodic information. In particular, under Section 12(g), such companies must register, disclose information and submit periodic reports if they have more than 10 million dollars in total assets and issue securities to 500 or more investors who are not accredited investors or to 2000 or more accredited investors. Even though most hedge funds have more than 10 million dollars of assets, many of them avoid the application of this provision by issuing securities to fewer than 500 investors who are not accredited investors or to fewer than 2000 accredited investors.[40]

The third act that could apply to hedge funds is the Investment Company Act of 1940. This is the most important piece of U.S. legislation regulating pooled investment vehicles.

The Act states that U.S. investment companies[41] must register with the SEC.[42] Most hedge funds satisfy one or both of the requirements that are requested to be

[38]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 432 (2017).
[39]ID.
[40]See SCHNEIDER, *If at first you don't succeed: why the SEC should try and try again to regulate hedge fund advisers*, 9 J. Bus. & Sec. L. 273-274 (2009).
[41]See 15 U.S.C. § 80a-3(a)(1) (2010), "Investment company means any issuer which— (A) is or holds itself out as being engaged primarily, or proposes to engage primarily, in the business of invest- ing, reinvesting, or trading in securities; (B) is engaged or proposes to engage in the business of issuing face-amount certificates of the installment type, or has been engaged in such business and has any such certificate outstanding; or (C) is engaged or proposes to engage in the business of investing, reinvesting, owning, holding, or trading in securities, and owns or proposes to acquire investment securities having a value exceeding 40 per centum of the value of such issuer's total assets (exclusive of Government securities and cash items) on an unconsolidated basis.".
[42]See 15 U.S.C. § 80a-8(a), "Any investment company organized or otherwise created under the laws of the United States or of a State may register for the purposes of this title by filing with the Commission a notification of registration, in such form as the Commission shall by rules and regulations prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. An investment company shall be deemed to be registered upon receipt by the Commission of such notification of registration.".

considered as investment companies because usually they are primarily engaged in the business of investing and more than 40% of their assets is invested in securities.[43]

Nevertheless, the rule requiring such a registration with the Commission has some exceptions, that generally are used by hedge funds in order to avoid the strict regulation and supervision deriving from the Act.[44] Firstly, any investment company that does not have more than 100 investors and does not plan to make a public offering of its securities is exempt.[45] Hedge funds generally do not make public offerings, so this exemption can be exploited by the funds with fewer than 100 investors.[46] Secondly, the Investment Company Act exempts investment companies that have only "qualified purchasers" as investors.[47] This allows hedge funds owned just by "qualified purchasers"[48] to avoid the registration requirement, even if the fund has more than 100 owners.[49]

It is very important for hedge funds to avoid the application of the Investment

[43]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 434 (2017).
[44]ID.
[45]See 15 U.S.C. § 80a-3(c)(1) (2010), "None of the following persons is an investment company within the meaning of this title: (1) Any issuer whose outstanding securities (other than short-term paper) are beneficially owned by not more than one hundred persons and which is not making and does not presently propose to make a public offering of its securities…".
[46]See ASHWORTH II, *Is hedge fund adviser registration necessary to accomplish the goals of the Dodd-Frank Act's title IV?*, 70 Wash. & Lee L. Rev. 667 (2013).
[47]Under 15 U.S.C. § 80a-3(c)(7)(A) (2010), none of the following persons is an investment company within the meaning of this title: "Any issuer, the outstanding securities of which are owned exclusively by persons who, at the time of acquisition of such securities, are qualified purchasers, and which is not making and does not at that time propose to make a public offering of such securities.".
[48]See 15 U.S.C. § 80a-2(a)(51)(A), "'Qualified purchaser' means- (i) any natural person (including any person who holds a joint, community property, or other similar shared ownership interest in an issuer that is excepted under section 3(c)(7) with that person's qualified purchaser spouse) who owns not less than 5,000,000 dollars in investments, as defined by the Commission; (ii) any company that owns not less than 5,000,000 dollars in investments and that is owned directly or indirectly by or for 2 or more natural persons who are related as siblings or spouse (including former spouses), or direct lineal descendants by birth or adoption, spouses of such persons, the estates of such persons, or foundations, charitable organizations, or trusts established by or for the benefit of such persons; (iii) any trust that is not covered by clause (ii) and that was not formed for the specific purpose of acquiring the securities offered, as to which the trustee or other person authorized to make decisions with respect to the trust, and each settlor or other person who has contributed assets to the trust, is a person described in clause (i), (ii), or (iv); or (iv) any person, acting for its own account or the accounts of other qualified purchasers, who in the aggregate owns and invests on a discretionary basis, not less than 25,000,000 dollars in investments.".
[49]See ASHWORTH II, *Is hedge fund adviser registration necessary to accomplish the goals of the Dodd-Frank Act's title IV?*, 70 Wash. & Lee L. Rev. 668 (2013).

Company Act, because its rules would make it impossible for their managers to perform their most important financial strategies and would make the costs of compliance very high.[50] In fact, under this Act, investment companies: a) must comply with the SEC's registration, disclosure, record-keeping and periodic reporting requirements; b) must enter into a written contract with the investment adviser; c) at least 40% of their directors must be disinterested directors and the shareholders must elect at least half of them; d) are prohibited from using several investment tools, such as purchasing securities on margin, participating in joint trading accounts, effecting short sales, issuing senior securities and using bank and margin loans to leverage their assets more than 300%; e) are prohibited from effecting a number of transactions with affiliated persons.[51]

Finally, the Investment Advisers Act of 1940, from a different perspective, regulates the advisers to investment companies.[52] Under Section 202(11) of the Investment Advisers Act, ''Investment adviser means any person who, for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or who, for compensation and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning securities".

On the basis of the provisions of this Act, the adviser has to: a) file the so-called Form ADV with the SEC, disclosing information about the fund's business practices and the manager's background; b) give to clients basic information about the fund's business practices and the fund manager's background; c) adopt procedures governing proxy voting; d) adopt a code of ethics; e) develop a system of internal controls and compliance procedures to prevent violation of the Act; f) appoint a chief compliance officer; g) maintain specified books and records and make them available to the

[50]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 435 (2017).
[51]See SCHNEIDER, *If at first you don't succeed: why the SEC should try and try again to regulate hedge fund advisers*, 9 J. Bus. & Sec. L. 275-276 (2009).
[52]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 435 (2017).

SEC for examination and inspection.[53]

Before the adoption of the Dodd-Frank Act in 2010, hedge fund managers managing fewer than 15 funds were able to avoid the registration with the SEC, benefiting from the so-called "private fund exemption".[54] But with the enactment of the Dodd-Frank Act, the legislature decided to remove this exemption, with the legal effect that currently hedge fund managers have to register with the SEC as investment advisers if their assets under management exceed the threshold of 150 million dollars.

4. The collapse of LTCM in 1998 has demonstrated that hedge funds can pose systemic risk.[55] This hedge fund was not extremely large in terms of capital, which was 5 billion dollars,[56] but its leverage was very high, being almost 25 times the value of the capital.[57] This terrific amount of debt made the fund become systemically relevant, since its failure would have affected not only its investors, but even its creditors and counterparties as well as the entire market.[58] This very awareness is the reason why the Federal Reserve Bank of New York decided to organise a bail-out which was supported by the main creditors in order to avoid the dramatic losses that otherwise

[53]See SCHNEIDER, *If at first you don't succeed: why the SEC should try and try again to regulate hedge fund advisers*, 9 J. Bus. & Sec. L. 275-276 (2009).
[54]See KRUG, *Rethinking U.S. investment adviser regulation*, 87 St. John's L. Rev. 453 (2013), ("The rationale for the client-based exemption was that an adviser that provides its investment advice only to a very small number of clients creates no particular threat to the regulatory goal of ensuring the integrity of the securities markets and arguably creates only a *de minimis* concern for the goal of protecting investors.").
[55]See Financial Stability Oversight Council (FSOC), Update on Review of Asset Management Products and Activities, published on 18th of April 2016 and available at: https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/news/Documents/FSOC%20Update%20on%20Review%20of%20Asset%20Management%20Products%20and%20Activities.pdf.
[56]See NELSON, *Hedge fund regulation: a proposal to maintain hedge funds' effectiveness without SEC regulation*, 2 Brook. J. Corp. Fin & Com. L. 227 (2007); see also CRUTCHFIELD GEORGE – DYMALLY, *The end of an era of limited oversight: the restructured regulatory landscape of private investment funds through the U.S. Dodd-Frank Act and the E.U. Alternative Investment Fund Managers Directive*, 25 Fla. J. Int'l L. 225-226 (2013).
[57]See ASHWORTH II, *Is hedge fund adviser registration necessary to accomplish the goals of the Dodd-Frank Act's title IV?*, 70 Wash. & Lee L. Rev. 670-671 (2013); see also NELSON, *Hedge fund regulation: a proposal to maintain hedge funds' effectiveness without SEC regulation*, 2 Brook. J. Corp. Fin & Com. L. 227 (2007).
[58]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 438 (2017).

the financial markets would have experienced.[59] They rescued the fund injecting 3.6 billion dollars, however the investors lost all their money.

This case is significant because it demonstrates that even financial players that are not particularly large can pose systemic risk due to the relevant level of debt.[60] Even if the LTCM case is the most famous, there were also other relevant hedge fund collapses highlighting their potential to create systemic risk.[61] The issue arises from the fact that usually hedge funds are providers of liquity to the markets, whilst in times of crisis they can be forced by their lenders to delever, particularly when their amount of debt is relevant.[62] And this can contribute to market volatility and down-fall, and in significantly serious situations even to pose systemic risk.[63] Indeed, even if leverage may be a useful component of an investment strategy, its excessive use can be, in combination with other factors, one of the most significant sources of systemic risk, because a sequence of negative events can start with losses on leveraged market positions.[64] Liquidity shortages are the subsequent consequences which are further

[59]See RIVIÈRE, *The future of hedge fund regulation, a comparative approach United States, United Kingdom, France, Italy and Germany*, 10 Rich. J. Global L. & Bus. 293 (2011), (quoting Banque de France, *Revue de la Stabilité Financière*, Numéro Spécial Hedge Funds, N° 10, (April 2007), at 54, "A study carried out by the Bank of France estimates that 17 banks would have collectively lost three to five billion dollars if LTCM had not been bailed out.").

[60]See Financial Stability Oversight Council (FSOC), Update on Review of Asset Management Products and Activities, published on 18th of April 2016 and available at: https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/news/Documents/FSOC%20Update%20on%20Review%20of%20Asset%20Management%20Products%20and%20Activities.pdf.

[61]See KAAL, *Hedge fund manager registration under the Dodd-Frank Act*, 50 San Diego L. Rev. 245-246 (2013), (mentioning the following failures: Amaranth, Bailey Coates, Bayou Management, Cromwell Fund, Philadelphia Alternative Asset Management, Marin Capital, Aman Capital Global, Tiger Funds, Eifuku Master Trust, Lyceum Capital, and Wood River Partners); in particular, after LTCM, the failures of Amaranth in 2006 and of two Bear Sterns hedge funds in 2007 are considered the most serious of the history; see CRUTCHFIELD GEORGE – DYMALLY, *The end of an era of limited oversight: the restructured regulatory landscape of private investment funds through the U.S. Dodd-Frank Act and the E.U. Alternative Investment Fund Managers Directive*, 25 Fla. J. Int'l L. 226-229 (2013), ("Another dramatic collapse occurred in September 2006 when Amaranth Advisors lost 4.6 billion dollars in a single week from the failure of a natural gas investment.").

[62]See KAAL, *Hedge fund manager registration under the Dodd-Frank Act*, 50 San Diego L. Rev. 248 (2013).

[63]ID.

[64]See Financial Stability Oversight Council (FSOC), Update on Review of Asset Management Products and Activities, published on 18th of April 2016 and available at: https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/news/Documents/FSOC%20Update%20on%20Review%20of%20Asset%20Management%20Products%20and%20Activities.pdf, ("The failure of Long Term Capital Management (LTCM)

exacerbated by asset illiquidity in stressed markets.[65] This situation, if not supported by adequate liquidity reserves or borrowing capacity, can force an institution to default on its obligations to its counterpaties.[66] In the event of a loss, creditors may require the debtor to provide more collateral to secure their loans, which may in turn require it to sell some of its assets to meet margin calls.[67] The consequent "fire sales" of the assets can affect the market.[68]

Even the fact that typically hedge funds short sell securities is considered as an element that can pose systemic risk. Short selling is believed to pose systemic risk through the market channel,[69] however it is highly unlikely that an individual hedge fund can destabilize a healthy business by short selling its stocks. Yet, it is possible that a group of hedge funds acting in concert and trading at high volume can depress the share price of an otherwise profitable company.[70]

5. Furthermore, hedge funds can also spread systemic risk which has been created by other financial institutions.[71] That arises from the fact that they often are

in 1998 and the liquidation of Amaranth Advisors in 2006, both large and highly leveraged hedge funds that came under significant stress over short periods of time with different outcomes, illustrate the interplay between leverage, size, and other factors."); see also Schwarcz, *Systemic Risk*, 97 GEO. L.J. 193, 203-204 (2008).

[65]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 440 (2017).

[66]ID.

[67]See GIBSON, *Is hedge fund regulation necessary*, 73 Temp. L. Rev. 687 (2000).

[68]See DESMET, *Understanding hedge fund adviser regulation*, 4 Hastings Bus. L.J. 10 (2008), ("Some large hedge funds borrow so much money to finance their operations that an inability to meet their obligations due to sudden market reversals could endanger the financial markets. Some hedge funds also fail as a result of excessive leverage combined with a high concentration, which means that the fund invests all of its funds under management in very few positions while heavily borrowing for each dollar of invested capital.").

[69]See GIBSON, *Is hedge fund regulation necessary*, 73 Temp. L. Rev. 683 (2000), (arguing that hedge funds have the potential to impact the financial markets because they engage in active short-term trading).

[70]See KEHOE, *Hedge Fund "Regulation" for Systemic Risk: Largely Impossible*, 14 J. Bus. & Sec. L. 59 (2013).

[71]See NABILOU – PACCES, *The hedge fund regulation dilemma: direct vs. indirect regulation*, 6 Wm. & Mary Bus. L. Rev. 212 (2015); see also LEE, *Reframing complexity: hedge fund policy paradigm for the way forward*, 9 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 502 (2015).

involved in complex repo agreements and in other like-bank activities.[72]

Rehypothecation occurs when an intermediary, that holds securities on behalf of other investors, uses these securities to obtain financing for itself.[73] In the relationship between hedge funds and prime brokers, rehypothecation is the reuse of hedge funds' collaterals by prime brokers in other transactions with other counterparties.[74] Even though it is a source of inexpensive financing for financial players,[75] this practice can be dangerous for financial stability, as was the case during the global financial crisis 2007-2008 when many counterparties withdrew collaterals from investment banks such as Lehman Brothers.[76] In such a scenario, systemic risk arises from the fall of collaterals' price and potential runs on the banks by the firms whose collateral was rehypothecated. This may cause serious distress to the prime brokers[77] and in particularly serious situations it can affect the markets.[78]

The global financial crisis has also shown that some hedge funds were involved in credit-intermediation activities by acting as shadow banks. Indeed, they were intensively trading collateralized debt obligations and they also acted as credit risk repositories in the credit intermediation chain. Additionally they engaged in corporate lending activities like banks. Hedge funds' systemic risk potential in this parallel banking sector lies in their numerous interconnections in the secured funding markets. This is due to the fact that the shadow banking system offers a source of financing for hedge funds via market-based securities lending and repo transactions and through

[72]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 442 (2017).
[73]See SCHWARCZ, *Distorting Legal Principles*, 35 J. CORP. L. 697, 699 (2010).
[74]See SINGH – AITKEN, *Deleveraging After Lehman-Evidence from Reduced Rehypothecation*, 1 (Int'l Monetary Fund, Working Paper No. 09/42, 2009), available at https:// www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0942.pdf.
[75]See JOHNSON, *Derivatives and Rehypothecation Failure: It's 3:00 PM, Do You Know Where Your Collateral Is?*, 30 Ariz. L. Rev. 949, 969 (1997).
[76]See NABILOU – PACCES, *The hedge fund regulation dilemma: direct vs. indirect regulation*, 6 Wm. & Mary Bus. L. Rev. 232 (2015).
[77]See Financial Stability Oversight Council (FSOC), Update on Review of Asset Management Products and Activities, published on 18th of April 2016 and available at: https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/news/Documents/FSOC%20Update%20on%20Review%20of%20Asset%20Management%20Products%20and%20Activities.pdf.
[78]ID.

margin lending as part of the prime broker relationship.[79]

Further issues derive from the fact that they are not obliged to comply with the capital adequacy requirements applied to banks. So they are much less stable and resilient than credit institutions. It follows that if they engage in lending activities and their borrowers are not able to pay back the loans, they are much more likely than banks to get in stability trouble. As usual, in turn, these problems can be easily transmitted to their counterparties generating "contagion" and financial instability.[80]

6. Some recent financial scandals involving hedge funds have also proved that a serious investor protection issue exists.[81] The occurrence of these scandals represent the clearest evidence that this problem is relevant even if some commentators still disagree on that.[82] Indeed, due to the success of the hedge fund industry and the consequent increase of the number of such funds, even the number of fraud has significantly increased.[83]

Many different types of fraud have been perpetrated by dishonest investment advisers damaging their investors, and many hedge funds and hedge fund managers

[79]See LEE, *Reframing complexity: hedge fund policy paradigm for the way forward*, 9 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 508-509 (2015), ("Hedge funds are large users of repo and secured lending markets and, in doing so, connect multiple market participants across market segments. Further, in these transactions, prime brokers' rehypothecation of the collateral for the borrowed securities can create additional market risks and deepen the interconnections between the various participants in the shadow banking system.").

[80]See Financial Stability Oversight Council (FSOC), Update on Review of Asset Management Products and Activities, published on 18th of April 2016 and available at: https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/news/Documents/FSOC%20Update%20on%20Review%20of%20Asset%20Management%20Products%20and%20Activities.pdf.

[81]See Securities and Exchange Commision, *Implications of the Growth of Hedge Funds*, (Sept. 2003), available at http://www.sec.gov/news/studies/ hedgefunds0903.pdf.

[82]See NELSON, *Hedge fund regulation: a proposal to maintain hedge funds' effectiveness without SEC regulation*, 2 Brook. J. Corp. Fin & Com. L. 222, 229, 240 (2007); GIBSON, *Is hedge fund regulation necessary*, 73 Temp. L. Rev. 713-714 (2000); KAAL, *Hedge fund manager registration under the Dodd-Frank Act*, 50 San Diego L. Rev. 250-251 (2013).

[83]See Securities and Exchange Commision, *Implications of the Growth of Hedge Funds*, (Sept. 2003), available at http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf; KAAL, *Hedge fund manager registration under the Dodd-Frank Act*, 50 San Diego L. Rev. 245 (2013), (underscoring that with the increasing access to hedge funds by retail investors, the number of fraud has increased); see LEWIS, *A transatlantic dilemma: a comparative review of American and British hedge fund regulation*, 22 Emory Int'l L. Rev. 363 (2008), ("Recent increases in the number of reports of fraud committed by hedge funds could be indicative of wider, unreported fraud in the industry.").

have recently been in the news for defrauding clients in a variety of ways.

Between 1999 and 2006, the SEC brought over eighty cases charging hedge funds and their advisers with defrauding investors.[84] These cases have included allegations of misappropriation of assets,[85] portfolio dumping, misrepresentation of portfolio performance, [86] falsification of experience and past returns, [87] misleading disclosures concerning trading strategies and improper asset valuation, [88] among others.[89]

It follows that the argument that investors who are allowed to invest in hedge funds do not need to be protected by the regulation, due to the assumption that they are able to fend for themselves,[90] certainly does not mean that the investor protection issue is a false or just a theoretical problem.[91]

Additionally, it is important to stress that it is no longer true that only sophisti-

[84]See SAMI, *A comparative analysis of hedge fund regulation in the United States and Europe*, 29 Nw. J. Int'l L. & Bus. 279 (2009); GUERRERA – ANDREW – SCHURR, *Deadline Approaches As SEC Takes Clippers to Hedge Funds*, Financial Times, January 30, 2006.

[85]See DESMET, *Understanding hedge fund adviser regulation*, 4 Hastings Bus. L. J. 32 (2008), (dealing with the Bayou Funds scandal and underscoring that "The Commission charged Bayou and its management with fraud, alleging that they … had misappropriated millions of dollars in investors funds for their personal use."); see Complaint, available at http:// www.sec.gov/litigation/ complaints/ comp19406.pdf; SEC Press Release 2005-139, September 30, 2005, available at http://www.sec.gov/ news/ press/2005-139.htm.

[86]See PREISEROWICZ, *The New Regulatory Regime for Hedge Funds: Has the SEC Gone Down the Wrong Path?*, 11 Fordham J. Corp. & Fin. L. 807, 836-837 (2006).

[87]See DESMET, *Understanding hedge fund adviser regulation*, 4 Hastings Bus. L. J. 32 (2008).

[88]See Securities and Exchange Commision, *Implications of the Growth of Hedge Funds*, Staff Report to the U.S. Securities & Exchange Commission ("2003 Staff Hedge Fund Report"), October 2, 2003, at p. 99, available at www.sec.gov/news/extra/hedgestudyfacts.htm and www.sec.gov/news/studies/ hedge funds0903.pdf. In that report, the staff recommended that the Commission "considers requiring, through rulemaking, that all registered investment companies that invest their assets in hedge funds, including registered [funds of hedge funds], have policies and procedures designed to ensure that funds and their boards value their interests in hedge funds in a manner consistent with the requirements of the Investment Company Act."; SAMI, *A comparative analysis of hedge fund regulation in the United States and Europe*, 29 Nw. J. Int'l L. & Bus. 288 (2009), ("Main concern was the lack of independent review over the process through which hedge fund advisers value their funds' assets. This deficiency not only raised questions about the true value of a hedge fund's assets, but also raised concerns about the ability of registered funds (that invest in hedge funds) to accurately value their interests in hedge funds.").

[89]See DESMET, *Understanding hedge fund adviser regulation*, 4 Hastings Bus. L. J. 31 (2008).

[90]This is the position of some commentators; see NELSON, *Hedge fund regulation: a proposal to maintain hedge funds' effectiveness without SEC regulation*, 2 Brook. J. Corp. Fin & Com. L. 222, 229, 240 (2007); GIBSON, *Is hedge fund regulation necessary*, 73 Temp. L. Rev. 713-714 (2000); KAAL, *Hedge fund manager registration under the Dodd-Frank Act*, 50 San Diego L. Rev. 250 (2013).

[91]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 446 (2017).

cated, wealthy and institutional investors are allowed to invest in hedge funds. In fact, due to the so-called "retailization", now even investors who are not sophisticated, wealthy and institutional can buy hedge fund interests.[92] And this can happen in different ways, either directly or indirectly.[93]

6.1. Firstly, the thresholds which are used to classify wealthy people as "accredited investors",[94] who are allowed to invest in hedge funds, are no longer very high because of inflation.[95]

Indeed, investors with 200,000 dollars of income per year[96] cannot be consid-

[92]See SAMI, *A comparative analysis of hedge fund regulation in the United States and Europe*, 29 Nw. J. Int'l L. & Bus. 279 (2009), (underscoring the growing exposure of smaller, unsophisticated investors to hedge funds); JONNA, *In search of market discipline: the case for indirect hedge fund regulation*, 45 San Diego L. Rev. 1007 (2008), ("Through a process referred to as "retailization," hedge funds are made available to average small investors."); see KAAL, *Hedge fund manager registration under the Dodd-Frank Act*, 50 San Diego L. Rev. 245 (2013); DESMET, *Understanding hedge fund adviser regulation*, 4 Hastings Bus. L. J. 8-9 (2008), (explaining that due to this phenomenon called retailization also much less rich investors have started to invest in in hedge funds); Lewis, *A transatlantic dilemma: a comparative review of American and British hedge fund regulation*, 22 Emory Int'l L. Rev. 363 (2008), ("The retailization of hedge funds unduly exposes unqualified investors to the risks hedge funds pose, through ineffective minimum investor requirements and increased participation by mainstream investment vehicles like pension funds.").

[93]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 446 (2017).

[94]See 15 U.S.C. § 77b(a)(15) (2012); see also 17 C.F.R. 230.501(a) (2013).

[95]See NELSON, *Hedge fund regulation: a proposal to maintain hedge funds' effectiveness without SEC regulation*, 2 Brook. J. Corp. Fin & Com. L. 239 (2007), ("Currently accredited investors include those that earn over 200,000 dollars a year or have over 1 million dollars in net worth. These numbers were formulated over twenty years ago and are outdated. The number of people meeting this threshold has increased significantly because of inflation. Thus, those eligible to invest in hedge funds are more in number and less wealthy than those of twenty years ago in real terms."); see also LEWIS, *A transatlantic dilemma: a comparative review of American and British hedge fund regulation*, 22 Emory Int'l L. Rev. 364 (2008), ("As inflation has increased and segments of the population have become wealthier, the restrictions on the level of investor that can invest in hedge funds have become outdated. Specifically, the definition of accredited investor has not changed even though the real value of the required minimum assets has decreased. For example, the recent stock market boom has left many investors with the requisite net worth and capital to nominally qualify as investors in hedge funds, despite the fact that their actual qualifications to do so have not changed. As a result, many investors who previously could not invest in hedge funds are now becoming investors. The SEC believes that the availability of hedge funds to the "merely affluent" exposes too many otherwise unqualified investors to potential losses that could cripple their finances. In other words, the "merely affluent" investor might invest in a hedge fund without fully understanding or appreciating the risks involved, due in part to the limited disclosure required of the hedge fund.").

[96]See 17 C.F.R. 230.501(a) (2013), a natural person with income exceeding 200,000 dollars in each of the two most recent years or joint income with a spouse exceeding 300,000 dollars for those years and

ered so wealthy to be able to protect themselves from the fraud or misappropriation conduct of dishonest hedge fund managers.[97] Certainly, this income does not make them sophisticated or wealthy enough to benefit from significant technical skills that allow them to properly assess and value on an ongoing basis the behaviour of their hedge fund manager in order to find out if some irregularities have been taking place.[98]

The commentators claiming that this issue is not so serious argue that the investors can negotiate with their hedge fund manager the conditions of their participation, including the type and the amount of information to obtain.[99] Even if that could be theoretically true, yet investors with 200,000 dollars of income per year are unlikely to have such a bargaining power in negotiating with the hedge fund manager mainly because presumably the amount of money that they can invest is not so significant.

However, it is also true that most hedge funds rely on the so-called "qualified purchasers exemption" under Section 3(c)(7) of the Investment Company Act of 1940 in order to avoid the application of its rules. As a consequence, only natural persons owning not less than 5 million dollars in investments can buy their interests. Even though a natural person owning that amount of investments is supposed to be richer than a natural person with 200,000 dollars of income per year, yet it is not certain

a reasonable expectation of the same income level in the current year is considered as an accreidted investor.

[97]However see LEWIS, *A transatlantic dilemma: a comparative review of American and British hedge fund regulation*, 22 Emory Int'l L. Rev. 379-380 (2008), ("While most established hedge funds do not consider individuals who barely meet the minimum asset requirements to be potential clients, some new hedge funds, those perhaps most susceptible to volatility and fraud, are targeting such investors. Therefore, the SEC should fortify the definition of accredited investor to ensure that unqualified persons will not be able to invest in hedge funds, while experienced and able investors, those who can sustain the risks involved in such investments, will retain hedge funds as a choice for their investment opportunities. This should prevent the feared threat of the retailization of hedge funds from occurring.").

[98]See MARTIN, *Private investment companies in the wake of the financial crisis: rethinking the effectiveness of the sophisticated investor exemption*, 37 Del. J. Corp. L. 56 (2012), ("In order to uphold investor protection as a viable mechanism for maintaining the integrity of the markets, the assumptions that support the sophisticated investor exemption must be consistently re-examined by both researchers and regulators.").

[99]See NELSON, *Hedge fund regulation: a proposal to maintain hedge funds' effectiveness without SEC regulation*, 2 Brook. J. Corp. Fin & Com. L. 240 (2007).

that he or she is also much more sophisticated and able to properly understand and assess this kind of investment.

The consequence is that both these categories of investors appear to be "unarmed" in the relationship with their hedge fund managers.[100]

6.2. Recently funds of hedge funds have become rather popular.[101] They are investment companies which are specialized in investing in hedge funds and their interests are mainly addressed to retail investors.[102] This means that retail investors can easily invest in hedge funds in an indirect way by buying units or shares of such funds of funds.

Obviously funds of hedge funds, being investment companies, are institutional investors[103] employing executives with sophisticated financial skills. For this reason they should be able to properly assess the quality and the honesty of the hedge fund managers as well as the hedge funds in which they invest. Also, typically their assets under management are significant and this factor should give them much more bargaining power in their relationship with the hedge fund managers, allowing them to

[100]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 448 (2017).
[101]See LEWIS, *A transatlantic dilemma: a comparative review of American and British hedge fund regulation*, 22 Emory Int'l L. Rev. 358 (2008), ("Funds of funds are hedge funds that invest solely in other hedge funds. Funds of funds are gaining popularity because they provide access to investments in a variety of supposedly carefully selected, well performing hedge funds and have a diversifying effect on portfolios. Further, funds of funds require relatively low investment minimums because most funds of funds are registered as closed-end investment companies under the ICA and are not limited in number of investors. Investors in such funds, however, must still be considered accredited investors or qualified purchasers to comply with exemptions that allow for the charging of performance fees."); DESMET, *Understanding hedge fund adviser regulation*, 4 Hastings Bus. L. J. 9 (2008), ("U.S. funds of hedge funds that are registered with the Commission as investment companies do not require that investors be accredited and accept investments as small as 25,000 dollars."); see also NELSON, *Hedge fund regulation: a proposal to maintain hedge funds' effectiveness without SEC regulation*, 2 Brook. J. Corp. Fin & Com. L. 221 (2007), ("Funds that invest in other hedge funds to spread risk, called funds of funds, have increased hedge fund accessibility for those who do not meet the investment thresholds traditional hedge funds usually require.").
[102]See LEWIS, *A transatlantic dilemma: a comparative review of American and British hedge fund regulation*, 22 Emory Int'l L. Rev. 358 (2008); EDWARDS, *Looking Through the Hedges: How the SEC Justified its Decision to Require Registration of Hedge Fund Advisers*, 83 Wash. U. L. Q. 603, 611 (2005); O'HALLORAN, *An Overview and Analysis of Recent Interest in Increased Hedge Fund Regulation*, 79 Tul. L. Rev. 461, 470 (2004).
[103]See 17 C.F.R. 230.501(a) (2013).

obtain all the necessary information.[104]

However, from the opposite viewpoint, the increasing popularity of this type of funds has made a growing number of retail investors able to indirectly invest in hedge funds. This circumstance "swallows" the meaning of the wealth thresholds that are used to define both accredited investors and qualified purchasers. In fact, by introducing these thresholds, the legislature has intended to allow just investors who are above them to invest in hedge funds, while through funds of hedge funds these thresholds are practically circumvented since money coming from retail investors is used to buy hedge fund securities.[105]

A further argument which is able to prove that it is no longer true that only sophisticated, wealthy and institutional investors are allowed to invest in hedge funds is that also pension funds have been investing a tremendous and growing amount of money in hedge funds.[106] In this regard the aspect to take into consideration is that the money they invest comes from workers and it will have to be given back to them after their retirement. Given that pension funds manage the money of workers, who can be mainly classified as retail investors, it is possible to argue that in this way retail investors indirectly invest in hedge funds.[107]

Obviously, even pension funds are institutional investors employing executives who have sophisticated financial skills that make them able to assess and check carefully on an ongoing basis the hedge fund managers' behaviour and the hedge fund performance. However, what recently happened to some U.S. pension funds has

[104]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 449 (2017).
[105]ID.
[106]See LEWIS, *A transatlantic dilemma: a comparative review of American and British hedge fund regulation*, 22 Emory Int'l L. Rev. 364 (2008), ("Pension funds and other retirement investment vehicles, which are available to the public at large, increasingly invest in hedge funds. Pension fund managers are under pressure to provide handsome returns to ensure comfortable nest eggs for millions of employees in both the public and private sectors. As a result, pension fund managers are lured by hedge funds' historically outsized returns and promises of non-correlation with the wider investment environment. Also attractive to pension fund managers are the diversifying effects of hedge funds on investment portfolios.").
[107]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 450 (2017).

highlighted the hedge fund potential to "hurt" retired people who many times are not sophisticated, wealthy or institutional investors.[108]

And additionally, what argued about funds of hedge funds is also true with regard to pension funds. Indeed, allowing pension funds to invest the money of workers and retired people in hedge fund interests represents a circumvention of the thresholds laid down in the definitions of accredited investors and qualified purchasers.[109]

6.3. But even more importantly, the fact that an investor is sophisticated, wealthy or also institutional does not automatically mean that he or she is able to avoid being defrauded by his or her hedge fund manager.[110] In fact, it is rather difficult even for investors who have these features to find out and stop illegal or unethical conduct of the managers, as many recent scandals have proved.[111] These features are just a regulatory tool which is used to distinguish between investors who are considered as able to assess and take the financial risks arising from a risky investment and investors who are not in such a position. But still the possession of these charateristics is certainly not enough to make the investors able to prevent or stop fraud committed by the fund managers, as the Maddoff scandal has shown.[112] Even if Maddoff was

[108]See JONNA, *In search of market discipline: the case for indirect hedge fund regulation*, 45 San Diego L. Rev. 993-994, 1018 (2008), ("Some pension funds have lost substantial amounts of retirees' money by investing in hedge funds, such as the San Diego County Retirement fund, which lost 100 million dollars after Amaranth Advisers collapsed in 2006…" "The San Diego Employees' Retirement Association has alleged that the hedge fund repeatedly misled it about its strategies and activities in the marketplace.)".

[109]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 450 (2017).

[110]See MARTIN, *Private investment companies in the wake of the financial crisis: rethinking the effectiveness of the sophisticated investor exemption*, 37 Del. J. Corp. L. 51 (2012), ("Many wealthy people, pension trustees and portfolio managers turned out to be just as incompetent as any amateur. This is a group of people defined by statute as "accredited" or "sophisticated" investors. The farce is that there is no test, license or registration required to be "accredited" as a "sophisticated" investor.").

[111]See Securities and Exchange Commision, *Implications of the Growth of Hedge Funds*, (Sept. 2003), available at http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf; accordingly see Roberta S. Karmel, *Iosco's response to the financial crisis*, 37 J. CORP. L. 862-863 (2012).

[112]See CRUTCHFIELD GEORGE – DYMALLY, *The end of an era of limited oversight: the restructured regulatory landscape of private investment funds through the U.S. Dodd-Frank Act and the E.U. Alternative Investment Fund Managers Directive*, 25 Fla. J. Int'l L. 230, 264 (2013), ("Many of the Madoff depositaries were located in Luxembourg where the laws were more lenient than in some of the other Member States. Madoff used the depositaries in the perpetration of his fraud because

neither a hedge fund manager nor a hedge fund, but just a broker-dealer, obviously the same situation could also occur in the hedge fund sector. Therefore, this case represents the best evidence that even wealthy, sophisticated and institutional investors can be defrauded by their investment advisers despite their financial skills and economic status.[113]

7. Mainly due to the global financial crisis, in 2010, the U.S. legislature passed the so-called Dodd-Frank Act, with the aim to better monitor and address systemic risk.

The Dodd-Frank Act also claims to aim at protecting consumers from abusive financial services practices, such as fraud and other misconduct performed by financial intermediaries, like hedge fund managers.

Regarding the hedge fund industry, to reach its legislative goals the main measure adopted by the Dodd-Frank Act in the title IV, so-called 'Private Fund Investment Advisers Registration Act' or briefly PFIARA, has been to oblige managers of private funds[114] - such as hedge funds – with assets under management above 150 million dollars to register with the SEC under the Investment Adviser Act of 1940, in the same way as the investment advisers to registered investment companies.[115]

The PFIARA introduced the duty of registration with the SEC for such investment advisers by removing from the Investment Adviser Act 1940 the exemption allowing managers managing fewer than 15 funds to avoid the registration require-

---

the "banks and others that were supposed to be safeguarding the assets of Madoff-related funds . . . had in fact delegated their responsibility for the assets to Mr. Madoff.").

[113]See MARTIN, *Private investment companies in the wake of the financial crisis: rethinking the effectiveness of the sophisticated investor exemption*, 37 Del. J. Corp. L. 52 (2012), (underscoring that the Modoff's case "Resulted in over 20 billion dollars in aggregate losses to wealthy and institutional investors. This scandal was riddled with distressing stories of prosperous individuals who had little to no financial acumen losing their entire fortunes to Madoff's Ponzi scheme. In many cases, instead of doing their due diligence, these investors simply relied on Madoff's reputation for guaranteeing high returns and attracting other prominent investors.").

[114]See 15 U.S.C. § 80b-2(a)(29), "The term 'private fund' means an issuer that would be an investment company, as defined in section 3 of the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a–3), but for section 3(c)(1) or 3(c)(7) of that Act".

[115]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 451 (2017).

ment.[116]

Obviously, registration with the SEC means to make these managers subject to the provisions of the Investment Advisers Act of 1940 and to the supervision of the Commission itself.[117]

The Dodd-Frank Act has introduced the mandatory registration for hedge fund advisers in order to increase record keeping and disclosure.[118] Therefore hedge fund advisers obliged to register have to file Form ADV and FORM PF with the SEC.[119]

The data collected by the Commision through form ADV[120] is important in or-

[116]See Dodd-Frank Act § 403, 124 Stat. at 1571-74 (2010) (codified as amended at 15 U.S.C. § 80b-3) (providing the exemptions for hedge fund adviser registration under the Investment Advisers Act of 1940).

[117]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 452 (2017).

[118]See Financial Stability Oversight Council (FSOC), Update on Review of Asset Management Products and Activities, published on 18th of April 2016 and available at: https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/news/Documents/FSOC%20Update%20on%20Review%20of%20Asset%20Management%20Products%20and%20Activities.pdf, (the Council emphasizes that "The financial crisis of 2007-2009 demonstrated the need for clear accountability for the stability of the U.S. financial system. The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act) established the Financial Stability Oversight Council (Council) to bring together, for the first time, the financial regulatory community to identify and respond to emerging threats to financial stability. Consistent with its mandate, the Council monitors all sectors of the financial services marketplace to identify potential threats to U.S. financial stability and, where appropriate, takes steps to address those threats."); see also KRUG, *Rethinking U.S. investment adviser regulation*, 87 St. John's L. Rev. 454 (2013), ("An adviser that manages one hedge fund with three investors and, separately, the assets held by three individuals in three separate brokerage accounts is subject to the 100 million dollars threshold. However, if those individuals instead placed their account assets in the hedge fund, the 150 million dollars threshold would apply."); see KAAL, *Hedge fund manager registration under the Dodd-Frank Act*, 50 San Diego L. Rev. 264-265 (2013), ("The Dodd-Frank Act created the category of "mid-sized investment advisers." A midsized adviser is generally defined as an investment adviser with between 25 and 100 million dollars in AUM that is subject to registration and examinations with the state in which it maintains its principal office and place of business. Dodd-Frank delegates responsibility for midsized investment advisers away from the SEC to state regulatory authorities. Midsized advisers that do not fall under the SEC registration requirements are instead required to register with the state securities commissioner or similar agency in the state of their principle place of business. In some states, however, registered advisers are not subject to examination. The SEC will oversee midsized advisers in those states that will not provide appropriate oversight.").

[119]See KAAL, *Hedge fund manager registration under the Dodd-Frank Act*, 50 San Diego L. Rev. 264 (2013), (emphasizing that even "Advisers with less than 150 million dollars AUM have to maintain records and provide the SEC with annual reports or any other reports that the SEC deems appropriate or necessary to protect investors.").

[120]This form is made up of two parts: a) part one mainly concerns information about the investment adviser's business, ownership, clients, employees, business practices, affiliations, and any disciplinary events of the adviser or its employees; b) part two is divided into two sections, A and B, both of which are intended for distribution to the investors. Section A is called the brochure and must contain information regarding the investment adviser's business and funds managed, conflicts of interest, and

der to assess the risks posed by the investment advisers.[121] The information disclosed under Form ADV is fully available to the public.[122]

Differently, the data collected by the SEC through form PF remains confidential due to its proprietary and sensitive nature. However this information can be shared by the SEC with other agencies, such as the FSOC.[123]

After collecting all this information, the SEC gives this data to the FSOC, which in turn uses it to monitor the hedge fund activities in order to analyse the generation and spreading of systemic risks.[124]

Due to the fact that registered investment advisers are subject to the rules of the Investment Advisers Act of 1940, now even hedge fund managers must adopt a detailed compliance network with procedures that are reasonably designed to prevent violations of the Act. For this reason they must employ a competent chief compliance officer to oversee all the compliance activities, formulate a code of ethics as well as procedures to prevent insider trading, client privacy policies, and substantive proxy voting standards.[125]

Additionally, the SEC adopted in 2007 an antifraud rule applied to all the investment advisers regardless of their registration under the Investment Advisers Act of 1940.[126] Rule 206(4)-8(a)(1) of the Investement Adviser Act of 1940 prohibits investment advisers, including those advising hedge funds, from "making false or misleading statements to investors" or "otherwise defrauding" them.[127] The introduc-

risk in the investment strategies. Section B is the brochure supplement and focuses on the advisory personnel employed by the fund advisers.

[121]See ASHWORTH II, *Is hedge fund adviser registration necessary to accomplish the goals of the Dodd-Frank Act's title IV?*, 70 Wash. & Lee L. Rev. 687 (2013).

[122]See KEHOE, *Hedge Fund "Regulation" for Systemic Risk: Largely Impossible*, 14 J. BUS. & SEC. L. 64-65 (2013), (pointing out that part 1 of form ADV is publicly available on the SEC's website); see also ASHWORTH II, *Is hedge fund adviser registration necessary to accomplish the goals of the Dodd-Frank Act's title IV?*, 70 Wash. & Lee L. Rev. 687 (2013).

[123]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 453 (2017).

[124]ID.

[125]See KEHOE, *Hedge Fund "Regulation" for Systemic Risk: Largely Impossible*, 14 J. Bus. & Sec. L. 66 (2013).

[126]Prohibition of Fraud by Advisers to Certain Pooled Investment Vehicles, 17 C.F.R. pt. 275 (2007).

[127]See ALBIEZ, *Hedge fund oversight and title IV: less than meets the eye*, 37 Seton Hall Legis. J. 168

tion of this rule can be considered as the legislative response to the financial scandals involving hedge fund managers who were not registered with the SEC.[128] In fact, when such a rule was introduced in 2007, hedge fund managers used to avoid the application of the Investment Adviser Act of 1940 on the basis of the private fund exemption. So to face such a situation the Commission determined that this rule had (and still has) to apply to both registered and non-registered investement advisers.

Furthermore, due to the subjection to the Investment Advisers Act of 1940, now every hedge fund manager "shall take such steps to safeguard client assets over which such adviser has custody, including, without limitation, verification of such assets by an independent public accountant, as the Commission may, by rule, prescribe".[129] In order to counteract practices of misappropriation and stealing of the fund's assets, the SEC in 2010 issued a new version of the so-called "custody rule".[130] This rule mandates the investment advisers to involve in the asset management service a qualified custodian in order to safekeep client funds and securities.[131]

Qualified custodians are mainly banks and brokers-dealers registered under section 15(b)(1) of the Securities and Exchange Act of 1934. If the investment adviser is a broker-dealer registered under the Securities and Exchange Act of 1934, he can

(2012); see also ASHWORTH II, *Is hedge fund adviser registration necessary to accomplish the goals of the Dodd-Frank Act's title IV?*, 70 Wash. & Lee L. Rev. 678-679 (2013), ("The SEC noted that it "would not need to demonstrate that an adviser violating [the Hedge Fund Anti-Fraud Rule] acted with scienter [(knowledge or intent to deceive, manipulate, or defraud)]. The SEC decided that using a negligence standard for determining the liability of fraudster hedge fund advisers is appropriate under the Hedge Fund Anti-Fraud Rule."); see also KAAL, *Hedge fund manager registration under the Dodd-Frank Act*, 50 San Diego L. Rev. 251 (2013), ("The rule clarifies that an adviser's duty to refrain from fraudulent conduct under the federal securities laws extends to the relationship with ultimate investors and that the Commission may bring enforcement actions under the Advisers Act against investment advisers who defraud investors or prospective investors in those pooled investment vehicles.").

[128]See LEWIS, *A transatlantic dilemma: a comparative review of American and British hedge fund regulation*, 22 Emory Int'l L. Rev. 364 (2008); SAMI, *A comparative analysis of hedge fund regulation in the United States and Europe*, 29 Nw. J. Int'l L. & Bus. 296 (2009); DESMET, *Understanding hedge fund adviser regulation*, 4 Hastings Bus. L.J. 24-25 (2008).

[129]See 15 U.S.C. § 80b-18b.

[130]17 C.F.R. Section 275.206(4)-2 (2010).

[131]About the so-called investment triangle model in the EU regulation on the alternative investment funds see BODELLINI, *Does it Still Make Sense, From the EU Perspective, to Distinguish Between UCITS and Non-UCITS Schemes?*, 11 Capital Markets Law Journal 528 (2016).

self-custody the assets of its funds (so-called self-custody).[132]

The rule also defines the concept of "custody" by emphasizing that it means "holding, directly or indirectly, client funds or securities, or having any authority to obtain possession of them".

The qualified custodian has to maintain the client funds and securities: (1) in a separate account for each client under that client's name; or (2) in accounts that contain only its clients' funds and securities, under its name as agent or trustee for the clients" and has to send an account statement, at least quarterly, to each client "for which it maintains funds or securities, identifying the amount of funds and of each security in the account at the end of the period and setting forth all transactions in the account during that period".

But even more importantly, under such a rule, the client funds and securities have to be verified by actual examination at least once during each calendar year by an independent public accountant, pursuant to a written agreement, without prior notice or announcement to the manager.

Even before 2010 there was a SEC's rule imposing investment advisers to involve a custodian to safekeep the client's assets, but the problem at that time was that hedge fund advisers usually escaped the application of the Investment Advisers Act of 1940 taking benefit of the private fund exemption.

Given that now such a rule applies to all the registered hedge fund managers, the level of the investor protection seems to be slightly increased compared to the past.[133]

8. Even if hedge funds have not been considered as the cause of the global financial crisis 2007-2008, yet they played a significant role in transmitting systemic risk

[132]See 17 C.F.R. Section 275.206(4)-2(a)(6) (2010), titled "Investment advisers acting as qualified custodians".
[133]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 456 (2017).

mainly from the U.S. financial markets to the markets of the other countries.[134]

Additionally, a number of financial scandals involving the U.S. hedge fund industry in the recent past has shown how these financial vehicles can be used by their advisers to defraud their investors in a variety of ways.

Although the Dodd-Frank Act has been adopted in order "to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end ''too big to fail'', to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices…", it is not certain whether its new provisions concerning hedge fund managers will be enough to reach the stated legislative aims.[135]

Actually, it seems even excessive to talk about hedge fund regulation in the U.S. since the only rules applying to them are the ones introduced by the PFIARA regarding the registration of their managers and the disclosure of data mainly to the SEC and the investors, in addition to the general rules prohibiting all investment advisers from committing fraud introduced in 2007 and the SEC's custody rule introduced in 2010.[136]

---

[134]See BODELLINI, *The European Union Regulation on Marketing of Alternative Investment Funds: Another Step Towards Integration of the European Union Financial Market*, 37 Business Law Review 208 (2016); BODELLINI, *The Marketing of Hedge Funds in the United Kingdom: Did the System Maintain its Attractiveness After the Transposition of the Alternative Investment Fund Managers Directive?*, 37 Business Law Review 162 (2016).

[135]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 457 (2017).

[136]See CRUTCHFIELD GEORGE – DYMALLY, *The end of an era of limited oversight: the restructured regulatory landscape of private investment funds through the U.S. Dodd-Frank Act and the E.U. Alternative Investment Fund Managers Directive*, 25 Fla. J. Int'l L. 222-223 (2013), ("Following the Goldstein decision, the SEC adopted Rule 206(4)-8 as an amendment to the Advisers Act in order to enforce action against advisers who defraud investors or prospective investors in a hedge fund or other pooled investment vehicles. Under the new rule, advisers of pooled investment vehicles are prohibited from making false or misleading statement to, or otherwise defrauding, investors or prospective investors in those pooled vehicles. A prime example in which the SEC alleged a violation of Rule 206(4)-8 is the complaint against Stanley Chais, a California based broker-dealer who solicited and raised approximately a billion dollars from investors for Bernard L. Madoff's Ponzi scheme. Madoff, who was previously charged with SEC fraud violations, employed the assistance of several "feeders" of investment funds to solicit investors because "he [Madoff] was too successful to trouble himself with marketing to new investors." One of those feeders was Chais who managed three funds valued at close to 1 billion dollars, all of which were invested with Madoff. In 2009, the SEC charged Chais with fraudulent conduct based on misstatements and omissions concerning his management of the Funds' assets under the Securities Act, including violations of Section 10(b) of the

Although these provisions represent a step forward compared to the past, they can hardly suffice to prevent the creation and spread of systemic risks and likely they will not be able to adequately protect investors from illegal or unethical conduct on the part of dishonest managers.[137]

The new most important rules introduced by the Dodd-Frank Act are: 1) the mandatory registration with the SEC of investment advisers with more than 150 million dollars of assets under management and 2) the duty to disclose a significant number of data to the Commission and the investors.

About systemic risk, the mandatory registration with the SEC and the consequent duty of disclosing information are unlikely to be enough to prevent the creation and spreading of such risk. In fact, in this regard, the U.S. regulation seems to be more focused on mandating the SEC to collect data and information and less on seeking to eliminate or at least reduce systemic risk.[138]

Regarding the investor protection issue, even if the Dodd-Frank Act claims to aim at protecting consumers from abusive financial services practices, there are no new rules focused on reaching this goal. If it is certainly true that the disclosure of data and information by hedge fund managers both to the SEC and the investors increases the level of transparency, at the same time investors will hardly be able to benefit from the knowledge of these elements in order to avoid being defrauded by investment advisers.[139] Moreover, the SEC does not have a sufficient number of offi-

Exchange Act and Rule 10b-5. The SEC's complaint against Chais alleged that Chais held himself out as an investment wizard with 40 years of experience when, in fact, he was no more than an unsophisticated investor who simply turned all of the funds' assets over to Madoff while charging the funds more than 250 million dollars in fees for his purported "services." Chais made claims to the funds' investors that he formulated and executed the funds' trading strategy when, in reality, it was Madoff who managed all of the funds' assets. Most of the funds' investors were unaware that Chais invested with Madoff until after Madoff's arrest. In January 2011, the SEC dropped all charges against Chais after his death at age 84.").

[137]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 458 (2017).

[138]See KEHOE, *Hedge Fund "Regulation" for Systemic Risk: Largely Impossible*, 14 J. Bus. & Sec. L. 38 (2013).

[139]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 458 (2017).

cials who can use this data in order to properly supervise the hedge fund industry.[140]

On top of that, both the anti-fraud rule and the custody rule seem to be "blunt swords" unable to properly protect investors. The anti-fraud rule is not enough to avoid the commission of fraud because it simply provides the prohibitions and the relative sanctions but it does not introduce legal mechanisms allowing these prohibitions to effectively function by preventing illegal practices.[141] And even though the U.S. regulation on the custodian was recently reformed in order to counteract the occurrence of serious fraud and misappropriation like the ones from the past, some critical elements are still in place. Allowing investment advisers to self-custody the fund's assets could make it simple for them to act in conflict of interests. Obviously if the assets are in the physical possession or at the disposal of the managers, it is much easier to steal or misappropriate them. And, even the fact that the custodian does not have specific powers to control the activities of the managers and stop them in case of illegal behaviours is a further serious shortcoming of the regulation.[142]

For the same reason it is inappropriate to give the managers the possibility to self-assess the fund's assets,[143] as they are in the position of having an evident conflict of interests, given that they may want to overvaluate or undervaluate the assets for

[140]See SCHNEIDER, *If at first you don't succeed: why the SEC should try and try again to regulate hedge fund advisers*, 9 J. Bus. & Sec. L. 291 (2009), ("The SEC has limited resources to inspect hedge fund advisers."); see also NELSON, *Hedge fund regulation: a proposal to maintain hedge funds' effectiveness without SEC regulation*, 2 Brook. J. Corp. Fin & Com. L. 222 (2007).

[141]Accordingly see SCHNEIDER, *If at first you don't succeed: why the SEC should try and try again to regulate hedge fund advisers*, 9 J. Bus. & Sec. L. 291 (2009), ("The SEC's current enforcement strategy using the Advisers Act's antifraud provisions is inadequate because enforcement, without the tools for early detection such as disclosure and examination, is reactive rather than proactive to fraudulent activity. In many cases, the harm has already been committed, such that the SEC is punishing the wrongdoer rather than preventing the wrong.").

[142]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 459 (2017).

[143]See SAMI, *A comparative analysis of hedge fund regulation in the United States and Europe*, 29 Nw. J. Int'l L. & Bus. 288, 303 (2009), ("Currently, the United States relies solely on hedge fund managers' valuation processes, and does not require independent evaluation of these processes"); (the author also emphasized that "The (SEC) Staff's main concern was the lack of independent review over the process through which hedge fund advisers value their funds' assets. This deficiency not only raised questions about the true value of a hedge fund's assets, but also raised concerns about the ability of registered funds (that invest in hedge funds) to accurately value their interests in hedge funds.").

their own benefit.[144]

9. This article seeks to highlight that the current U.S. regulation of hedge funds is inconsistent and inappropriate to prevent and face the two main issues posed by them, that is the creation and spread of systemic risk and the commission of fraud.

But if the current regulation is not enough, then the legislative choice to abolish the provisions applying to the managers of these funds could further raise the probability that such vehicles end up causing the above mentioned problems.

This lies on the assumption that even though regulation and supervision can be costly for the investment advisers, this price is reasonably motivated by very important legislative aims such as investor protection and systemic risk prevention and counteraction. Indeed, an advanced and well-functioning financial market is based on the confidence of the investors.[145] Investors can be confident only if regulation and supervision demonstrate the ability to minimize the opportunities for financial insitutions to cheat and defraud them[146] and to negatively impact the markets by creating instability. This is why financial regulation and supervision are so important in general and this is also why hedge fund regulation and supervision are necessary regardless of the features and skills of the investors who are allowed to buy the interests of these

[144]For some legislative proposals aimed at addressing the two issues posed by hedge funds see BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 459 ss (2017).

[145]See MARTIN, *One step forward for hedge fund investors: the removal of the solicitation ban and the challenges that lie ahead*, 16 U. Pa. J. Bus. L. 1186 (2014), ("If investors believe that regulators are appropriately monitoring fraud, conflicts of interest, and other financial abuses, then they would be more willing to invest in various markets. Limited investor confidence can eventually constrain liquidity by pushing investors out of the capital markets into safer investments, such as treasury bonds. This can lead to decreased gains for existing stockholders, lower amounts of spending, other major cutbacks by companies, and slower economic growth.").

[146]See STOUT, *The Investor Confidence Game*, 21 UCLA Sch. of Law, Research Paper No. 02-18, 2002, available at http://ssrn.com/abstract_id=322301, ("American investors must believe that somehow the legal system constrains these individuals sufficiently that the benefits of investing outweigh the risks. They must believe that the regulators are regulating, and the watchdogs are watching. In other words, investors may not need to trust people before they are willing to give up their hard-earned dollars. But they must at least trust the system.").

vehicles.[147]

Therefore the challenge ahead for the new U.S. Administration is to find a reasonable regulatory compromise between the need of the industry to lower the costs of compliance and the need of investors and markets to have in place rules and supervisory mechanisms able to minimise the hedge fund potential to create and spread systemic risk and to defraud them.

Marco Bodellini

Assegnista di Ricerca in

Diritto dei mercati finanziari

nell'Università di Bologna

[147]See BODELLINI, *From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation*, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 467 (2017).

VARIETÀ

BREVI NOTE IN TEMA DI «GARANZIE STATALI SU PASSIVITÀ DI NUOVA EMISSIONE» NEL DL 237/2016*

(*Brief notes on the «State guarantee of newly issued liabilities» in DL 237/2016*)

ABSTRACT: *The essay looks at the main features of Legislative Decree of 23 December, 2016, n. 237, converted with amendments by Law of 17 February 2017, n. 15, which introduced the so called "Urgent Safeguards Measures in Credit Protection" in the context of the Single Resolution Mechanism (SRM). In particular, the essay focuses on some the features of the State guarantee on newly issued liabilities. This tool represents an efficient mean to support the liquidity of banks that have a liquidity concern, with a view to protect bond holders and to avoid short term disbursements by the government, while at the same time it allows the bank to continue to carry out its business thanks to the liquidity injected by professional investors.*

SOMMARIO: 1. Il DL 237/2016 nel quadro della BRRD. - 2. Le caratteristiche della «garanzia statale». - 3. Gli effetti della «garanzia statale». - 4. Conclusioni.

1. Il D.L. 23 dicembre 2016, n. 237[1], convertito con modifiche dalla legge 17 febbraio 2017, n. 15, introduce "Disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio". Il decreto rappresenta uno dei punti di approdo nazionali della stratificata normativa di fonte europea, che, con la Direttiva europea 2014/59/UE (Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD[2]) e il Regolamento (UE) N. 2014/806, ha definito una nuova regolazione delle crisi bancarie, attivando altresì all'interno della zona euro, un meccanismo unico di risoluzione (*Single Resolution Mechanism*,

*Contributo approvato dai revisori.

[1]Cfr. Decreto legge 23 dicembre 2016, n. 237, coordinato con la legge di conversione 17 febbraio 2017, n. 15, recante: "Disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio".

[2]Cfr. AA.VV., *The Bank Recovery and Resolution Directive*, A. Drombet - P.S. Kenadijan (a cura di), Berlin-Boston, 2013; INZITARI, *BRRD, Bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, in *Cont. imp.*, 3, 2013, p. 689 ss.

SRM[3]).

Come è noto, la BRRD è stata recepita nell'ordinamento italiano con i due Decreti Legislativi n. 180 e n. 181, che hanno definito la cornice di riferimento nella quale inquadrare il menzionato DL 237/2016. La prospettiva adottata dal legislatore europeo per la risoluzione delle crisi bancarie tende, secondo meccanismi di mercato, alla ricostituzione del patrimonio dell'impresa riducendo, la posizione creditoria di taluni ceti di investitori o, financo, di risparmiatori (*bail in*[4]). Tuttavia è stato autorevolmente osservato come il SRM «presupponga l'esistenza di un mercato *maturo* ed *efficiente*, tale da rinvenire al proprio interno, in caso di crisi, i rimedi necessari per il superamento di quest'ultima»[5].

È quasi superfluo dire che il mercato unico attuale – anche per via del rallentamento dell'economica nell'area euro - non possiede tali caratteristiche e, pertanto, nelle crisi bancarie non si può ancora realisticamente prescindere del tutto dal sostegno statale se non con gravi ricadute sull'economia nazionale e sulla stabilità dei mercati finanziari. Fermo restando l'impianto di base della normativa europea, con il DL 237/2016, si è inteso disciplinare, nella prospettiva di un'immediata applicazione, alcune importanti ipotesi eccezionali di sostegno pubblico alle imprese finanziarie in crisi, già sinteticamente contemplate nella normativa preesistente.

Il DL 23 dicembre 2016, n. 237 regola in primo luogo la «garanzia su passività di nuova emissione»[6] richiamandone i prodromi nel diritto dell'Unione Europea. In

[3]Cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Milano, 2016, p. 141 ss.
[4]Sul bail in v. STANGHELLINI, *Chi ha paura del bail-in?*, in www.lavoce.info/archives/37722/chi-ha-paura-del-bail-in/; GARDELLA, *Il bail in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca, borsa*, 2015, I, p. 587 ss; PRESTI, *Il bail in*, in *Banca, Impresa, Società*, 2015, p. 39 ss.; GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *il Corr. Giur.*, f. 12, 2015, p. 1485 ss.
[5]Cfr. CAPRIGLIONE, *Luci ed ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio»*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 10, 2016, p. 1.
[6]Si tratta di uno strumento già conosciuto al diritto italiano che, con l'art. 8 del Decreto Legge 6 dicembre 2011, n. 201, recante dispo sizioni urgenti per la crescita, l'equità ed il consolidamento dei conti pubblici, aveva già riconosciuto alle banche in crisi la facoltà di richiedere il sostegno statale per nuova liquidità.

particolare, l'art. 1 del DL 237/16, menziona espressamente[7] le norme di cui all'art. 18, par. 4, lett. d), del Regolamento 2014/806 e l'art. 18, par. 1, lett. a), del DL 180/2015 [che riproduce l'art. 32, par. 4, lett. d) della BRRD] ed afferma che, al «fine di evitare o porre rimedio a una grave perturbazione dell'economia e preservare la stabilità finanziaria», sono ammesse alcune misure di sostegno finanziario straordinario statale alla liquidità o al patrimonio della banca in crisi, senza che ciò implichi che la medesima impresa venga considerata in stato di «dissesto». Tuttavia, l'ipotesi descritta pare tutt'affatto eccezionale, atteso che – come per lo più si ritiene – il fallimento di una banca è un evento che dovrebbe essere sempre scongiurato, in quanto ha ontologicamente una rilevanza sistemica[8] ed è, potenzialmente, idoneo a generare reazioni scomposte nell'utenza bancaria (c.d. «corsa agli sportelli») e un pericoloso «effetto domino» sui mercati finanziari e, dunque, sull'economia nazionale. Ove si accedesse a tale assunto, il sostegno statale sarebbe sempre legittimo, in quanto ogni crisi di una banca è foriera di una grave perturbazione economica e la precisazione di cui all'art. 1 del D.L. 237/2016 sarebbe financo superflua. Tuttavia, occorre accogliere una visione moderna delle crisi bancarie che – in un'epoca in cui l'opinione pubblica è preparata anche al *dafault* degli Stati membri dell'UE – non consente di metterle tutte sullo stesso piano e trattarle tutte allo stesso modo. Sarà così necessario accettare che le piccole crisi si risolvano con i mezzi ordinari (amministrazione straordinaria / liquidazione coatta amministrativa), mentre le grosse crisi possano beneficiare del sostegno statale.

Sul piano generale, giova osservare come il linguaggio adoperato dal legislatore richiama categorie giuridiche quali la «grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro» o la «stabilità finanziaria» *tout court*, che appaiono quanto mai

[7]In realtà il contenuto dell'art. 18, par. 4, lett. d), Reg. 2014/806 e dell'art. 18, par. 1, lett. a), DL 180/2015 non sono identici. Una differenza rilevante si deve rinvenire nella finalità individuata dalle due norme. La prima avrebbe una natura esclusivamente rimediale («*rimediare* a una grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro»), laddove la seconda avrebbe anche una funzione preventiva («per *evitare* o *porre rimedio* a una grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro»).

[8]Per la rilevanza sistemica del fallimento di una banca, tra i tanti, da ultimo, v. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, Bologna, 2016, p. 95 ss.

opache[9], foriere di dispute interpretative in fase applicativa e di una situazione di incertezza del diritto in questa delicatissima materia. L'applicazione della norma presuppone invero un giudizio che si compone di tre distinti momenti: i) una valutazione sulla crisi dell'impresa; ii) un giudizio prognostico sulle conseguenze che essa avrebbe sull'economia nazionale; iii) una misurazione della ipotetica gravità di tali conseguenze. Le *guidelines* dell'EBA[10] possono certo contribuire a fare chiarezza sui criteri da applicare per definire le fattispecie concrete in cui si potrà consentire il sostegno straordinario pubblico, ma rendono sempre meno - per così dire - *self executing* le norme in parola. Si rilevi, poi, come ad interpretare e applicare la norma debba essere in concreto, non già un organo giurisdizionale, ma soggetti (politico-) amministrativi o autorità indipendenti non sempre del tutto scevri da influenze esterne.

Un'osservazione sul piano della giustizia sostanziale porta poi a rilevare come l'intervento pubblico comporti «una distorsione nel mercato e finisce per dare un sostegno e premiare quelle banche la cui *governance* ha agito in violazione dei principi della sana e prudente gestione sino a provocarne il dissesto, consentendone una artificiosa permanenza sul mercato in condizioni di ingiustificato vantaggio, con pregiudizio per le posizioni degli altri competitori che affrontano rischi e oneri senza aiuti esterni»[11]. Il sostegno statale è poi paradossalmente precluso alle imprese che hanno provocato un dissesto avente conseguenze limitate - al più - alla realtà locale, così che quanto più è rilevante la crisi sul piano dell'economia nazionale tanto più la banca debba essere aiutata con fondi pubblici.

A questo proposito giova però ricordare che un dissesto di grande entità coinvolge una platea di risparmiatori più ampia e, in questa prospettiva, si giustifica l'intervento statale, che non vuole certo avere un intento premiale rispetto alla

[9]Sulla generale opacità delle norme e dei procedimenti che caratterizzano i nuovi processi di risoluzione delle crisi bancarie v. ANTONUCCI, *Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio»*, in *Dir. banc.*, 2016, p. 1 ss.
[10]Sulle efficacia delle *guidelines* dell'EBA cfr., da ultimo, IBRIDO, *L'unione bancaria europea, Profili costituzionali*, Torino, 2013, p. 149 ss.
[11]Così: INZITARI, *cit.*, p. 694.

dimensione del dissesto, ma tende a preservare i diritti dei risparmiatori nel rispetto dell'art. 47 Cost.[12] e nella prospettiva di tutelare la stabilità dei mercati[13]. Tuttavia, in una norma come il DL 237/2016 volta alla «tutela del risparmio nel settore creditizio», rimane difficilmente giustificabile – sul piano giuridico – la differente tutela fornita ai creditori (investitori, risparmiatori e consumatori) di banche, la cui crisi è di dimensioni tali da porre a rischio l'economia nazionale, e i creditori di operatori finanziari non assistiti dal sostegno statale.

Può dirsi quindi che dalla formulazione e dalla struttura del DL 237/2016 sembrerebbe che non si possa parlare propriamente di «salva risparmiatori» o di «salva banche», ma forse, più propriamente, di «salva economia» o di «salva mercati».

2. Venendo più specificamente alle tre differenti tipologie di sostegno finanziario straordinario statale ammesse dalla disciplina in parola, vale ricordare, in estrema sintesi, che si tratta di: i) una garanzia dello Stato a sostegno della c.d. ELA (*Emergency Liquidity Assistance*); ii) una garanzia dello Stato sulle passività di nuova emissione; iii) un'iniezione di fondi propri o l'acquisto di strumenti di capitale.

In tutti i casi soprammenzionati, il sostegno finanziario pubblico straordinario deve essere conforme a quanto stabilito dalla Comunicazione della Commissione europea in materia di aiuti di Stato del 1 agosto 2013[14] e alla normativa soprastante, con riguardo alla *burden sharing*, ovverosia alla necessità di far ricadere le perdite della banca destinataria del futuro sostegno pubblico prioritariamente, in tutto o in

[12]L'art. 47 Cost. «va oggi considerato il pilastro sul quale si fondano tutti i pubblici poteri nazionali di regolamentazione e di controllo delle attività finanziarie delle più diverse specie: bancarie, di intermediazione in senso stretto, assicurative e relative alla previdenza complementare, perché tutte hanno in comune la "materia prima", appunto il risparmio. In sintesi: l'art. 47 è divenuto l'"ombrello costituzionale" cui sono riconducibili le regolamentazioni, in senso lato, di tutte le attività finanziarie»; così: AMOROSINO, *La "costituzione economica": note esplicative di una nozione controversa*, in *Riv.trim. dir. ec.*, 2014, p. 234 s.

[13]Per i fondamenti del diritto al risparmio nel diritto europeo v. AMATO, *L'informazione finanziaria* price-sensitive, Firenze, 2013, p. 31 ss.

[14]Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, del 1 agosto 2013 delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria («La comunicazione sul settore bancario») (2013/C 216/01).

parte, in capo agli azionisti o ai titolari di obbligazioni subordinate[15]. Tale sostegno è riservato alle banche con patrimonio netto positivo e deve avere natura essenzialmente cautelativa e temporanea, proporzionata alla perturbazione dell'economia e non finalizzato a coprire perdite che la banca ha registrato o verosimilmente registrerà nel prossimo futuro. La garanzia statale su obbligazioni di nuova emissione rappresenta, pertanto, la principale misura di sostegno alla liquidità ed è rilasciata dal Ministero dell'Economia su istanza dalle banca in crisi.

Dal punto di vista soggettivo, si veda come il sostegno statale possa riguardare solo le «banche italiane», ovverosia quelle aventi sede legale in Italia e possa essere concesso – come si è detto - solo a seguito di una positiva decisione della Commissione Europea sul regime di concessione della garanzia a seguito di una specifica valutazione da eseguirsi in concreto.

Sotto il profilo oggettivo, i titoli garantiti di nuova emissione devono avere specifiche caratteristiche: a) sono emessi successivamente all'entrata in vigore del DL 237/2016 e per periodi predeterminati; b) prevedono il rimborso del capitale in un'unica soluzione a scadenza; c) sono a tasso fisso; d) sono denominati in euro; e) non presentano clausole di subordinazione nel rimborso del capitale e nel pagamento degli interessi; f) non sono titoli strutturati o prodotti complessi né incorporano una componente derivata.

Ogni banca potrà ottenere individualmente una garanzia limitata a quanto strettamente necessario per ripristinare la capacità di finanziamento a medio-lungo termine e che, comunque, non superi l'importo dei fondi propri a fini di vigilanza. La garanzia fornita dallo Stato è onerosa e comporta per la banca richiedente il pagamento di un corrispettivo da quantificarsi secondo il meccanismo di calcolo, che viene determinato in concreto, sulla base dei criteri indicati dall'art. 6, in ragione della durata di ciascuna operazione e del coefficiente di rischio del soggetto

[15]La Comunicazione della Commissione del 1 agosto 2013, prevede al punto 40 che il "sostegno statale può determinare un cosiddetto «rischio morale» e minare la disciplina di mercato. Per ridurre questo rischio morale, gli aiuti dovrebbero essere concessi soltanto a condizioni tali da comportare un'adeguata condivisione degli oneri da parte degli investitori esistenti".

richiedente. Il corrispettivo spettante allo Stato non è espressamente da quantificarsi secondo parametri di mercato, diversamente da quanto avviene per le GaCS (garanzia cartolarizzazioni sofferenze)[16] concesse espressamente, a mente dell'art. 9, par. 3, DL 18/2016, per un «corrispettivo annuo determinato a condizioni di mercato».

Tale lacuna pone in evidenza, probabilmente, la possibile natura di «aiuto di Stato» della garanzia statale su passività di nuova emissione, che si potrebbe forse evincere anche dalla possibilità – eccezionale[17] – concessa ad un'impresa bancaria in crisi di ricorrere comunque al mercato finanziario per approvvigionarsi di nuova liquidità.

La scelta di collocare lo strumento della garanzia statale come il primo degli strumenti previsti dal DL 237/2016 indica un *favor* del legislatore nazionale per questo strumento. Invero, in tal modo lo Stato non sopporta un esborso diretto e quindi il sostegno alla banca in crisi grava meno sulle finanze statali, a differenza di quanto avviene con le misure di sostegno patrimoniale che comportano un sacrificio finanziario diretto, gravante sui fondi pubblici. Inoltre, la garanzia statale è uno strumento neutro perché tecnicamente non costituisce «spesa pubblica» e non viene conteggiata tra gli indebitamenti rilevanti al fine del rispetto dei c.d. parametri di Mastricht.

La funzione e, per certi versi, l'effetto della garanzia statale è, invero, di risollevare il *rating* delle obbligazioni di nuova emissione portandolo al livello dei titoli di Stato[18], di modo che un'ampia area di investitori possa guardare con fiducia ai nuovi strumenti che acquista, così da irrobustire – su larga scala – l'iniezione di

[16]Cfr. Decreto Legge n. 18 del 14 febbraio 2016 «Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio».

[17]Cfr. CAMPOBASSO, *(Commento a l. 5 dicembre 1978, n. 825 (garanzia dello stato sulle obbligazioni emesse dall' iri per il consolidamento di passività a breve delle aziende del gruppo))*, in *Le Nuove leggi civ. comm.*, 1980, f. 4, p. 821 ss.

[18]Con comunicato stampa del 17 marzo 2017, (in http://finanza-mercati.ilsole24ore.com/Contribuzioni/NIS_Sole/swf/0035-25-2017.swf), la Banca Monte dei Paschi ha reso noto che l'agenzia DBRS ha assegnato al titolo emesso dalla Banca in data 15 marzo 2017, ai sensi del DL n. 237/2016, in considerazione della garanzia incondizionata e irrevocabile dello Stato Italiano, un rating allineato a quello della Repubblica Italiana.

liquidità nella banca beneficiaria della garanzia.

Le obbligazioni *senior* (garantite dallo Stato) di nuova emissione, incorporano un rischio ulteriore rispetto ai titoli di Stato (legato appunto al c.d. rischio emittente) e sul mercato dovrebbero essere più remunerative di questi ultimi con analoghe caratteristiche, affinché possano essere preferite dai potenziali acquirenti. Ove al contrario venissero collocate allo stesso tasso di interesse degli equivalenti titoli di Stato si porrebbero in diretta concorrenza con essi. Ciò genererebbe una risposta quantomeno «tiepida» dei potenziali sottoscrittori e comunque non dotata di quella immediatezza e consistenza richiesta dalla contingente situazione di crisi di liquidità della banca emittente.

Una simile considerazione pone in evidenza come questo strumento non sia del tutto privo di ripercussioni negative nella finanza statale, quantunque non comporti un immediato esborso di liquidità. Ogni nuovo *bond* garantito sottoscritto – con buona probabilità – sottrae un acquirente ai titoli di Stato di uguali caratteristiche e di rendimento (anche se solo di poco) inferiore. Si potrebbe affermare che lo Stato ceda un pacchetto più o meno ampio dei propri (anche solo potenziali) sottoscrittori di titoli di debito, al fine di garantire alla banca in crisi la liquidità pressoché immediata di cui si è detto. Tuttavia, sino a quando la concessione della garanzia statale è quantitativamente assai limitata in proporzione all'estensione dell'emissione di titoli di Stato, non pare possano essere rilevanti conseguenze sulla finanza statale.

Le passività di nuova emissione sono quindi fisiologicamente più onerose per l'emittente, in quanto incorporanti l'ulteriore costo della garanzia statale di cui all'art. 6. Ne consegue che quello in parola è uno strumento da utilizzarsi con grande ponderazione e parsimonia, unitamente ad a altri strumenti di sostegno e opportunamente con esso coordinati, in quanto un uso *sproporzionato* potrebbe contribuire a mantenere una condizione di passività elevata in capo alla banca. Per tale ragione il secondo dei limiti all'emissione di nuove obbligazioni garantite è anche il principio di proporzionalità tra le nuove passività e il patrimonio della banca, come prescritto dall'art. 3, paragrafo 2, anche al fine evitare significative ricadute negative

sul bilancio statale in caso di insolvenza del soggetto emittente.

3. Le «garanzie statali» sono richiamate nell'art. 31 L 196/2009 («Legge di contabilità e finanza pubblica»), che tuttavia non contiene una disciplina generale che definisca e regoli analiticamente le caratteristiche e gli effetti di tale istituto. Al contrario esistono talune normative speciali che prevedono l'uso della «garanzia statale» per titoli obbligazionari e differiscono per estensione e contenuto in ragione delle finalità perseguite in concreto. Possono, infatti, rinvenirsi nel mercato diverse esempi di obbligazioni assistite dalla garanzia statale, che comprendono, ad esempio i buoni fruttiferi postali, alcune tipologie di NPL cartolarizzati (GaCS), sino alle obbligazioni emesse dalle banche in crisi sulla base del DL 237/2016 in parola.

L'esigua ed incompleta normativa concernente la «garanzia statale» non chiarisce se essa abbia natura «autonoma» e sia, quindi, assimilabile ad un contratto autonomo di garanzia[19], o «accessoria» come la garanzia fideiussoria[20]. L'art. 5, del DL 237/2016 dispone che la «garanzia dello Stato è onerosa, incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta[21]». Tali caratteristiche depongono a favore dell'autonomia della garanzia in esame rispetto al rapporto sottostante e all'obbligazione garantita. In questo senso la normativa in parola differisce da quella delle GaCS, in quanto in essa

[19]Cfr. CIARALLI, *Contratti autonomi di garanzia e contributi pubblici alle imprese: stato dell'arte e recenti decisioni giurisprudenziali*, in *Rass. avv. Stato*, 2015, f. 2, p. 311 ss.; CARBONE, *L'evoluzione del contratto autonomo di garanzia (Nota a Cass. sez. un. civ. 13 giugno 2012, n. 9592)*, in *Cor. giur.*, 2012, f. 10, p. 1208 ss.

[20]Cfr. GEMMA, *La fideiussione bancaria e a prima richiesta nei rapporti bancari (Relazione presentata al Paradigma Forum Garanzie, svoltosi a Milano, il 12 aprile 2011)*, in *Nuovo dir. soc.*, 2011, f. 15, p. 22 ss.

[21]Giova ricordare che in giurisprudenza l'inserimento «in un contratto di fideiussione di una clausola di pagamento "a prima richiesta e senza eccezioni" vale di per sé a qualificare il negozio come contratto autonomo di garanzia (cd. *Garantievertrag*), in quanto incompatibile con il principio di accessorietà che caratterizza il contratto di fideiussione, salvo quando vi sia un'evidente discrasia rispetto all'intero contenuto della convenzione negoziale». Così: Cass. civ., SS. UU., sent. 18 febbraio 2010, n. 39470, in *Giust. civ.*, 2011, f. 2, p. 497 ss., con nota di TARTAGLIA. Cfr. anche CORRIAS, *La valenza delle clausole "a richiesta" e "senza eccezioni" nella qualificazione dei negozi di garanzia personale del credito*, in *Vita not.*, 2014, f. 2, p. 577 ss.; NATOLI, *Riflessioni sulla struttura del contratto autonomo di garanzia e della polizza fideiussoria*, in *Riv. dir. ec. trasp. amb.*, 2012, p. 13 ss.

l'efficacia della garanzia statale sembrerebbe sospensivamente condizionata[22] al trasferimento a titolo oneroso da parte della banca cedente di una certa quantità di «titoli junior» e «mezzanine» e la sua operatività «a prima richiesta» sembrerebbe integrare gli estremi di una clausola *solve et repete*[23].

La garanzia statale di cui al DL 237/2016 presenta, dunque, caratteristiche simili alla struttura del «contratto autonomo di garanzia». Tuttavia giova porre in evidenza che la garanzia statale è, quantomeno, coeva rispetto all'emissione del titolo e, dunque, non si può generare un rapporto contrattuale diretto con il futuro eventuale sottoscrittore. Si potrebbe pensare allora che si tratti di un «contratto a favore di terzo». Si osservi che il legislatore ha cercato di limitare ogni rapporto tra lo Stato garante e il sottoscrittore del titolo, ideando un particolare sistema di operatività della garanzia, secondo cui (*ex* art. 8) la banca che non sia in grado di adempiere l'obbligazione garantita debba presentare, almeno tenta giorni prima della scadenza del titolo, una richiesta motivata di attivazione della garanzia al Dipartimento del tesoro, il quale, sulla base delle valutazioni positive della Banca d'Italia circa la fondatezza della richiesta, provvede alla corresponsione dell'importo richiesto in tempo utile per il rimborso dell'obbligazione alla sua naturale scadenza. Secondo questa procedura, dovrebbe essere l'emittente a rimborsare alla scadenza il detentore del titolo. Il detentore, *ex* art. 8, par. 4, potrà, comunque, escutere direttamente la garanzia (subendo i probabili ritardi del pagamento da parte del garante) sin dalla data di scadenza del titolo. Vale ricordare che lo stesso Codice Civile, a norma dell'art. 2414, par. 5), prevede che i titoli obbligazionari *debbono*

[22]L'art. 8, DL 18/2016, prevede che la «garanzia dello Stato è onerosa, può essere concessa solo sui Titoli senior e essa diviene efficace solo quando la banca cedente abbia trasferito a titolo oneroso almeno il 50% più 1 dei Titoli junior e, in ogni caso, un ammontare dei Titoli junior e, ove emessi, dei Titoli mezzanine, che consenta l'eliminazione contabile dei crediti oggetto dell'operazione di cartolarizzazione dalla contabilità (..)». Cfr. sul punto: MESSINA - GIANNESI, *Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS): dal d.l. 18/2016 al DM 3 agosto 2016*, in *Dirittobancario.it*, 2016, p. 7.

[23]Cfr. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 3, Contratti, titoli di credito, procedure concorsuali*, Milano, 2014, p. 132.

contenere «le eventuali garanzie da cui sono assistiti»[24]. La «garanzia statale» deve dunque essere incorporata nel titolo, divenendo così una «garanzia cartolare» (senza che sia necessario far riferimento ad un contratto autonomo di garanzia), che circola ed è cedibile unitamente al credito principale. Depone in tal senso l'art. 8, par. 4, che nell'individuare i soggetti facoltizzati ad escutere la garanzia li qualifica «detentori» (del titolo obbligazionario) e non solo «sottoscrittori» (originari), equiparando ad essi anche coloro che hanno un diritto reale sul titolo. La circolazione delle obbligazioni garantite potrà avvenire indipendentemente da (e persino contro) la volontà del garante e senza obbligo di notifica a quest'ultimo. La garanzia statale è, dunque, di diritto da considerarsi acclusa al titolo sin dalla fase della sua collocazione sul mercato e deve risultare da tutti i prospetti informativi[25] relativi ai titoli garantiti.

L'ambito di operatività della garanzia statale è più ampio di quanto avviene per un semplice «avallo»[26], il quale è autonomo rispetto alle sole ipotesi di nullità della dell'obbligazione garantita, ma consente all'avallante di opporre eccezioni sull'intervenuto pagamento dell'obbligazione principale o sui altri modi satisfattori di estinzione dell'obbligazione. Mentre lo Stato non potrà opporre alcuna eccezione al detentore del titolo (salva l'*exceptio doli*[27]), in quanto la garanzia concessa è incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta. Lo Stato, a seguito del pagamento, ha però un diritto di regresso verso la banca (art. 8 par 3), in quanto l'escussione della garanzia fa sorgere *ex lege* l'obbligo in capo all'emittente di restituire le somme pagate dal garante oltre gli interessi legali.

È possibile che la banca in crisi non riesca a risanare le sue finanze, nemmeno

[24]Circa la disciplina codicistica del contenuto delle obbligazioni v. GIANNELLI, *sub art. 2414 c.c.*, in Commentario della riforma delle società a cura di M. Notari – L.A. Bianchi, artt. 2410 – 2435 bis, Milano, 2006, p. 182 ss.

[25]Sul contenuto del prospetto informativo, nel rispetto delle esenzioni per i titoli garantiti fissate dal TUF, v. CARLANDO, *L'offerta al pubblico di obbligazioni bancarie: la disciplina del prospetto alla luce delle ultime modifiche al Regolamento Emittenti*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, f. 2, 2012, p. 7 ss.

[26]Cfr. SOLAINI, *La garanzia dell'avallo tra accessorietà ed autonomia, (Nota a App. Lecce 30 novembre 1995)*, in *Giurisp. merito*, 1997, f. 3, p. 542 ss.

[27]Sull'*exceptio doli* cfr. RENNA, *Il dovere del garante di sollevare l'*exceptio doli *nel caso di richiesta abusiva o fraudolenta del creditore (Nota a Trib. Milano 10 luglio 2008)*, in *Rivista di diritto privato*, 2010, f. 1, p. 113 ss.

con il sostegno statale; in tal caso le obbligazioni garantite sarebbero comunque escluse *ex* art. 44, par. 2, lett. b), BRRD dal *bail-in* e manterrebbero la copertura della garanzia, nei termini di validità della medesima, anche conformemente a quanto previsto dall'art. 52, par. 7, d.lgs 180/2016.

Vi è poi da escludere che lo stato d'insolvenza[28] possa far decadere l'emittente dal beneficio del termine o possa anticipare l'escutibilità della garanzia statale[29]. Invero, la situazione di insolvenza è spesso riscontrabile in una banca in crisi (quale è l'emittente al momento dell'emissione) e sarebbe contrario all'interesse del *risparmiatore* anticipare il rimborso di un'obbligazione garantita, in quanto egli non vedrebbe remunerato il proprio investimento anche quando la garanzia statale possa operare alla sua naturale scadenza (con la maturazione della cedola). Di diverso avviso si potrebbe essere nel caso di dissesto dell'emittente e di contemporaneo grave declassamento del *rating* dello Stato garante, così da fornire fondate ragioni all'obbligazionista di chiedere il rimborso del proprio credito anzitempo.

Occorre poi chiedersi quali conseguenze possano avere sulla garanzia statale la restituzione dei pagamenti effettuati dall'emittente (a titolo di interessi o di rimborso del capitale) nei confronti degli obbligazionisti durante il periodo di vigenza della garanzia statale o dopo di esso, dovuta alla declaratoria di invalidità o di inefficacia delle rimesse in valuta. A questo proposito giova ricordare che l'art. 35, par. 2, d.lgs 180/2016, dispone che «gli atti posti in essere nel corso della risoluzione non sono

[28]La Cassazione (Cass. 18 novembre 2011, n. 24330, in *Giust. civ. Mass.*, 2011, p. 1640 ss.) ha affermato che lo «stato di insolvenza cui fa riferimento l'art. 1186 c.c. ai fini della decadenza del debitore dal beneficio del termine, non deve rivestire i caratteri di gravità e irreversibilità, potendo conseguire anche ad una situazione di difficoltà economica e patrimoniale reversibile, purché idonea ad alterare, in senso peggiorativo, le garanzie patrimoniali offerte dal debitore, e va valutato con riferimento al momento della decisione».

[29]Al contrario, con specifico riferimento alle obbligazioni cambiarie, la Cassazione (Cass. Civ., sez. I, 1 marzo 2007, n. 4855, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 2, II, p. 162 ss.) ha stabilito che la «decadenza dal beneficio del termine per insolvenza del debitore, verificatasi, a norma dell'art. 1186 c.c., a carico dell'obbligato cambiario principale, comporta analoga decadenza rispetto all'obbligazione del di lui avallante, anche se questi non sia divenuto insolvente: ciò trova conferma nel disposto dell'art. 50 legge c., che espressamente prevede che il portatore della cambiale possa esercitare il regresso contro il girante, il traente e gli altri obbligati, fra i quali rientrano gli avallanti, anche prima della scadenza in diverse ipotesi, tra cui quella del fallimento del trattario che abbia o meno accettato, nonché del fallimento del traente di una cambiale non accettabile». Cfr. anche Cass. 8 agosto 1967 n. 2114, in *Foro it.* (mass.), 1967.

soggetti ad azioni revocatorie». Si potrebbe ritenere che, considerata l'*eadem ratio* di protezione del creditore che ottiene il pagamento da parte di un ente «vigilato», tale divieto operi anche quando è stata rilasciata la garanzia statale prima che sia avviata la procedura di risoluzione. Ove comunque si ipotizzassero casi di invalidità degli atti di pagamento delle cedole, si può ritenere che la garanzia debba operare. Per converso, ove sia il rimborso dell'obbligazione ad essere (successivamente) privato di efficacia, si deve dubitare che lo Stato risponda del debito verso l'ex-obbligazionista, considerata l'estinzione del titolo di credito che incorporava la garanzia.

4. La garanzia statale su passività di nuova emissione è, dunque, uno strumento particolarmente efficiente, idoneo a generare una cospicua iniezione di liquidità nella banca in crisi proveniente, almeno in prima battuta, non dallo Stato ma dal mercato degli investitori.

Le obbligazioni di nuova emissione difficilmente arriveranno sul mercato dei risparmiatori *retail*, infatti potrebbero essere parzialmente o totalmente sottoscritti[30] dall'emittente, il quale potrebbe mantenerli nel proprio patrimonio[31] e, all'occorrenza rivenderli sul mercato secondario, ovvero utilizzarli come «collaterale» per operazioni finanziarie, anche presso la BCE, per ottenere nuova liquidità.

La concessione della garanzia statale nelle comunicazioni commerciali rivolte al pubblico non deve costituire un abuso o condurre al conseguimento di indebiti vantaggi (art. art. 4, par. 4). Inoltre, la Comunicazione della Commissione del 1 agosto 2013, al punto 47, lett. g), prevede che gli enti in crisi «devono astenersi da qualsiasi pubblicità che faccia riferimento al sostegno statale e da qualsiasi strategia commerciale aggressiva che non avrebbe luogo senza il sostegno dello Stato membro». Simili limitazioni paiono – di fatto – idonee a inibire quell'effetto di

[30]L'operazione di «autosottoscrizione» potrebbe violare il divieto di abuso del sostegno statale ove venga riscontrato uno sviamento della funzione della garanzia, che come già detto va opportunamente rinvenuta nella *necessità* di far affluire nuova liquidità in tempo brevissimi, che verrebbe meno ove il titolo sia mantenuto nel patrimonio della banca emittente.

[31]Inoltre, l'art. 5, par. 4, dispone che non possano essere assistite da garanzie statali le obbligazioni computabili nei «fondi propri a fini di vigilanza», pertanto, le medesime obbligazioni, non possono esservi conteggiate neanche dopo l'eventuale «autosottoscrizione».

richiamo rispetto all'ampia platea dei potenziali sottoscrittori al dettaglio, così da ridurre le obbligazioni garantite ad un prodotto per «addetti ai lavori».

Vi è, dunque, da ritenere che un simile strumento finanziario, dotato della garanzia statale e di un tasso di rendimento maggiore dei titoli di Stato, sia da considerarsi un titolo pregiato soprattutto per la clientela professionale e degli investitori istituzionali. Si consideri a tal fine che le banche che acquistino titoli garantiti dallo Stato possono attribuire ai medesimi «un fattore di ponderazione del rischio dello 0 %»[32] ai fini di cui ai fini dei requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento.

Pertanto, le considerazioni che precedono contribuiscono a porre in evidenza come l'istituto della garanzia statale si riveli particolarmente adatto a contribuire a risolvere situazioni di crisi delle banche contemperando gli interessi dei diversi soggetti giuridici del mercato ed evitando la tanto temuta e anacronistica «socializzazione delle perdite bancarie». Invero, consente allo Stato di percepire un corrispettivo per il sostegno finanziario concesso e di sopportare un rischio limitato, relativo ad un soggetto che, sebbene in crisi, deve aver adottato un piano di risanamento sotto la supervisione della Commissione Europea e della Banca d'Italia. Gli investitori ottengono una garanzia statale «a prima richiesta» particolarmente efficace nel proteggere il loro risparmio; e, qualora siano altre banche ad acquistare le obbligazioni garantite, il buon esito della crisi verrebbe sopportato dai soggetti che, in un mercato ideale, dovrebbero assorbire l'impresa concorrente in difficoltà acquistandone strumenti di partecipazione al capitale, con tutto vantaggio per la stabilità dei mercati finanziari

Raimondo Motroni

Ricercatore di Diritto privato

nell'Università degli Studi di Sassari

[32]Regolamento (UE) N. 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

Tribunale dell'Unione Europea

Sentenza nella causa T-122/15

Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank / BCE

JUDGMENT OF THE GENERAL COURT (Fourth Chamber, Extended Composition)

16 May 2017

(Economic and monetary policy — Prudential supervision of credit institutions — Article 6(4) of Regulation (EU) No 1024/2013 — Article 70(1) of Regulation (EU) No 468/2014 — Single supervisory mechanism — Competences of the ECB — Decentralised exercise by the national authorities — Assessment of the size of a credit institution — Need for direct supervision by the ECB)

In Case T-122/15,

Landeskreditbank Baden-Württemberg — Förderbank, established in Karlsruhe (Germany), represented initially by A. Glos, K. Lackhoff and M. Benzing, and subsequently by A. Glos and M. Benzing, lawyers,

applicant,

v

European Central Bank (ECB), represented initially by E. Koupepidou, R. Bax and A. Riso, and subsequently by E. Koupepidou and R. Bax, acting as Agents, assisted by H.-G. Kamann, lawyer,

defendant,

supported by

European Commission, represented by W. Mölls and K.-P. Wojcik, acting as Agents,

intervener,

ACTION pursuant to Article 263 TFEU for annulment of Decision ECB/SSM/15/1 of the ECB of 5 January 2015, taken pursuant to Article 6(4) and Article 24(7) of Council Regulation (EU) No 1024/2013 of 15 October 2013 conferring specific tasks on the European Central Bank

concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions (OJ 2013 L 287, p. 63), by which the ECB refused to recognise the applicant as a less significant entity within the meaning of Article 6(4) of that regulation,

THE GENERAL COURT (Fourth Chamber, Extended Composition),

composed of M. Prek (Rapporteur), President, I. Labucka, J. Schwarcz, V. Kreuschitz and F. Schalin, Judges,

Registrar: S. Bukšek Tomac, Administrator,

having regard to the written part of the procedure and further to the hearing on 28 September 2016,

gives the following

Judgment

I. **Background to the dispute**

1 The applicant, the Landeskreditbank Baden-Württemberg — Förderbank, is the investment and development bank (Förderbank) of Baden-Württemberg (Germany). Created by Paragraph 1(1) of the Law on the Baden-Württemberg regional credit bank, it is a legal person governed by public law and wholly owned by the *Land* (State) of Baden-Württemberg.

2 On 25 June 2014, the European Central Bank (ECB) informed the applicant, in essence, that on account of its size it was subject solely to its supervision rather than shared supervision under the single supervisory mechanism (SSM), pursuant to Article 6(4) of Council Regulation (EU) No 1024/2013 of 15 October 2013 conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions (OJ 2013 L 287, p. 63) ('the Basic Regulation') and invited it to submit its observations.

3 On 10 July 2014, the applicant disputed that analysis, arguing inter alia the presence of particular circumstances within the meaning of Article 6(4) of the Basic Regulation and Articles 70 and 71 of Regulation (EU) No 468/2014 of the ECB of 16 April 2014 establishing the framework for SSM cooperation between the ECB, the national competent authorities and the national designated authorities (OJ 2014 L 141, p. 1) ('the SSM Framework Regulation').

4 On 1 September 2014, the ECB adopted a decision classifying the applicant as a significant entity within the meaning of Article 6(4) of the Basic Regulation.

5 On 6 October 2014, the applicant requested review of that decision pursuant to Arti-

cle 24(1), (5) and (6) of the Basic Regulation, read in conjunction with Article 7 of Decision [2014/360/EU of the European Central Bank] of 14 April 2014 concerning the establishment of an Administrative Board of Review and its Operating Rules (OJ 2014 L 175, p. 47). A hearing was held on 23 October 2014 before the Administrative Board of Review.

6 On 20 November 2014, the Administrative Board of Review gave an Opinion finding the ECB's decision to be lawful.

7 On 5 January 2015, the ECB adopted Decision ECB/SSM/15/1 ('the contested decision'), which repealed and replaced the decision of 1 September 2014, whilst maintaining the applicant's classification as a significant entity. The ECB emphasised, in essence, the following:

– the applicant's classification as a significant entity was not in contradiction with the objectives of the Basic Regulation;

– an entity's risk profile was not a relevant question at the stage of its classification and Article 70 of the SSM Framework Regulation could not be interpreted as including criteria that had no basis in the Basic Regulation;

– even if it did take the view that there were particular circumstances in the applicant's case, it would also have to ascertain whether such circumstances justified reclassifying the applicant as a less significant entity;

– under Article 70(2) of the SSM Framework Regulation, the concept of 'particular circumstances' had to be interpreted restrictively and, therefore, it was only when direct supervision by the ECB was inappropriate that a 'significant' entity could be reclassified as 'less significant';

– taking into account the principle of proportionality for the purpose of interpretation does not require it to ascertain whether the application of the criteria laid down in Article 6(4) of the Basic Regulation to an entity was proportionate and the examination whether it was 'inappropriate' to classify an entity as significant did not amount to conducting such an examination of proportionality;

– the adequacy of national supervisory frameworks and their ability to apply a high supervisory standard did not lead to a finding that the exercise of direct prudential supervision by the ECB was inappropriate, since the Basic Regulation did not make it subject to proof that the national supervisory frameworks or national supervisory standards were inadequate.

II. **Procedure and forms of order sought**

8 By application lodged at the Registry of the General Court on 12 March 2015 the applicant brought the present action.

9 By document lodged at the Registry of the Court on 23 July 2015, the European Commission applied for leave to intervene in support of the form of order sought by the ECB.

10 By decision of 27 August 2015 the President of the Fourth Chamber granted the Commission leave to intervene in support of the form of order sought by the ECB.

11 On 9 October 2015, the Commission lodged its statement in defence.

12 Acting upon a proposal of the Fourth Chamber, the Court decided, pursuant to Article 28 of the Court's Rules of Procedure, to refer the case to a formation sitting with a greater number of Judges.

13 Acting upon a proposal of the Judge-Rapporteur, the General Court (Fourth Chamber, Extended Composition) decided to open the oral part of the procedure.

14 The parties presented oral argument and replied to questions put by the Court at the hearing on 28 September 2016.

15 The applicant claims that the Court should:

– annul the contested decision whilst ordering the maintenance of the effects attaching to the replacement of the decision of 1 September 2014;

– order the ECB to pay the costs.

16 The ECB and the Commission contend that the Court should:

– dismiss the application;

– order the applicant to pay the costs.

III. **Law**

17 In support of its application for annulment of the contested decision, the applicant puts forward five pleas in law: (i) infringement of Article 6(4) of the Basic Regulation and Article 70 of the SSM Framework Regulation in the choice of criteria applied by the ECB; (ii) manifest errors of assessment of the facts; (iii) infringement of the obligation to state reasons; (iv) misuse of powers arising from the ECB's failure to exercise its discretion; and (v) infringement by the ECB of its obligation to take into consideration all the relevant circumstances of the case.

A. **The first plea: incorrect legal criteria applied by the ECB**

18 Under the present plea, the applicant puts forward, in essence, three complaints.

19 The first complaint alleges incorrect interpretation of the condition of what makes the classification of an entity as significant 'inappropriate' under Article 70(1) of the SSM Framework Regulation. By its second complaint, the applicant criticises the ECB for having found that its classification as significant entity was appropriate, irrespective of the examination of the specific factual circumstances and without account being taken of the objectives and principles of the Basic Regulation. By its third complaint, the applicant criticises the ECB for having erred in law in its interpretation of the concept of 'particular circumstances' in Article 70(1) of the SSM Framework Regulation.

1. *Relevant provisions of the Basic Regulation and of the SSM Framework Regulation*

20 Article 4 of the Basic Regulation, entitled 'Tasks conferred on the ECB', states in paragraph 1 that, '[w]ithin the framework of Article 6, the ECB shall … be exclusively competent to carry out, for prudential supervisory purposes, the following tasks in relation to all credit institutions established in the participating Member States', followed by a list of nine tasks.

21 Article 6 of the Basic Regulation, entitled 'Cooperation within the SSM', states in paragraph 1 that '[t]he ECB shall carry out its tasks within a single supervisory mechanism composed of the ECB and national competent authorities' and that '[t]he ECB shall be responsible for the effective and consistent functioning of the SSM'. Within the SSM, the overall scheme of Article 6(4) to (6) of the Basic Regulation establishes a differentiation between prudential supervision of 'significant' entities and that of entities classified as 'less significant' in relation to seven of the nine tasks listed in Article 4(1) of that regulation.

22 It follows therefrom, firstly, that the exclusive competence for the prudential supervision of 'significant' entities falls to the ECB. The same holds true for the prudential supervision of 'less significant' entities in relation to the tasks listed in Article 4(1)(a) and (c) of the Basic Regulation.

23 Secondly, regarding 'less significant' entities and the other tasks listed in Article 4(1) of the Basic Regulation, it is apparent from a combined reading of Article 6(5) and (6) of that regulation that their implementation is conferred under the ECB's control on the national authorities, who thus carry out the direct prudential supervision of those entities. Under Arti-

cle 6(6) of the Basic Regulation, '[w]ithout prejudice to paragraph 5 of this Article, national competent authorities shall carry out and be responsible for the tasks … and adopting all relevant supervisory decisions with regard to the credit institutions referred to in the first subparagraph of paragraph 4 of this Article, within the framework and subject to the procedures referred to in paragraph 7 of this Article'.

24 However, the exercise of that direct prudential supervision is overseen by the ECB, which, under Article 6(5)(a) and (b) of the Basic Regulation, has the competence to communicate to those authorities 'regulations, guidelines or general instructions to national competent authorities, according to which the tasks defined in Article 4 [of that regulation] … are performed' and, moreover, to remove authority from a national authority and to 'decide to exercise directly itself all the relevant powers for one or more credit institutions'.

25 Under Article 6(7) of the Basic Regulation the ECB is empowered to adopt a framework aimed at organising the detailed practical rules for cooperation under the SSM. It was on that basis that the ECB adopted the SSM Framework Regulation.

26 Thirdly, it should be noted that the first subparagraph of Article 6(4) of the Basic Regulation uses as a criterion for distribution of the roles within the SSM the significance of the supervised entity. On that basis, a distinction is drawn between the 'less significant' and 'significant' entities. Three criteria are used: size (Article 6(4), first subparagraph, (i) of the Basic Regulation), importance for the economy of the Union or any participating Member State (Article 6(4), first subparagraph, (ii) of the Basic Regulation) and significance of cross-border activities (Article 6(4), first subparagraph, (iii) of the Basic Regulation).

27 Those criteria are specified in Article 6(4) second subparagraph, of the Basic Regulation, under which 'a credit institution or financial holding company or mixed financial holding company shall not be considered less significant, unless justified by particular circumstances to be specified in the methodology, if any of the following conditions is met'. Under Article 6(4), second subparagraph, (i) of that regulation, those conditions include where the total value of its assets exceeds EUR 30 billion.

28 Lastly and fourthly, Article 6(4), second subparagraph, of the Basic Regulation provides that an institution need not be classified as 'significant' in 'particular circumstances' which the ECB is entrusted with specifying.

29 That specification of ‘particular circumstances’ allowing for the declassification of a credit institution as ‘significant’ is given in Articles 70 and 71 of the SSM Framework Regulation, the interpretation of which is at issue in the present plea. Under Article 70(1) of that regulation, they must be ‘specific and factual circumstances that make the classification of a supervised entity as significant inappropriate, taking into account the objectives and principles of [the Basic Regulation] and, in particular, the need to ensure the consistent application of high supervisory standards’. Article 70(2) of the same regulation states that the expression ‘particular circumstances’ is to be interpreted strictly. Lastly, Article 71(1) of the SSM Framework Regulation highlights the need for an examination of those particular circumstances made on a case-by-case basis and specific to each supervised entity.

2. *Content of the contested decision*

30 In the contested decision, the ECB observed that the value of the applicant’s assets exceeded EUR 30 billion and refused to uphold the applicant’s arguments alleging that there were ‘particular circumstances’ for it within the meaning of Article 6(4) of the Basic Regulation justifying its continuing to come under direct prudential supervision by the German authorities.

31 In the contested decision, the ECB found that it had not been demonstrated that its direct supervision of the applicant was ‘contrary to the objectives of the Basic Regulation’ and that, therefore, it was not inappropriate within the meaning of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation. In that regard, in the Administrative Board of Review’s Opinion, of which the contested decision is an extension, it is stated inter alia that the significance-related criteria set out in Article 6(4) of the Basic Regulation could be disapplied through the use of the ‘particular circumstances’ option only if that meant that the objectives of the Basic Regulation, including the need to guarantee consistent application of high prudential supervisory standards, were better safeguarded through direct supervision by national authorities, which the applicant had failed to demonstrate.

32 Regarding the applicant’s line of argument alleging, in essence, that the prudential supervision conducted by the national authorities given its particularly weak risk profile was sufficient, the ECB, in essence, found it to be entirely irrelevant, since the risk assessment put forward by an institution for the stability of the financial system or its creditors need not be

taken into account at the stage of classification of an entity. It also took the view that it was not required to carry out an examination of whether the classification of a significant institution was proportionate. Under Article 6(4) of the Basic Regulation and Article 70(1) of the SSM Framework Regulation, it considered that it was required only to examine whether direct supervision by the ECB was inappropriate.

33 Lastly, the ECB also stated that, in the event that it found that there were particular circumstances for the supervised entity within the meaning of Article 6(4) of the Basic Regulation, it would still have to determine whether those particular circumstances were such as to justify the classification of a 'significant' credit institution as 'less significant'.

3. *The complaint alleging error of law in the interpretation of the condition relating to the inappropriateness of the classification of a supervised entity as 'significant'*

34 As stated in paragraph 31 above, a reading of the contested decision, read in the light of the Administrative Board of Review's Opinion, shows that the ECB considered that the application of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation could lead to the applicant's not being classified as a significant entity only if direct prudential supervision by the German authorities was better able to safeguard the objectives of the Basic Regulation than supervision by the ECB.

35 The applicant submits, in essence, that such an analysis is vitiated by an error of law. It submits that the reference to the inappropriateness of the classification of a supervised entity as 'significant', laid down in Article 70(1) of the SSM Framework Regulation, is an indeterminate legal concept that must be interpreted in the light of the principle of proportionality enshrined in Article 5(4) TEU, which governs the manner in which the EU institutions are to exercise their competences. It follows that classification of an entity as 'significant' on the basis of the size criterion does not justify direct prudential supervision by the ECB and is, accordingly, 'inappropriate' because it is not necessary, where monitoring by the national competent authority under the macroprudential supervision of the ECB would be sufficient for achieving the objectives of the Basic Regulation. Moreover, the wording of those two provisions does not preclude an examination of the proportionality of the classification of an entity as significant. The same holds true for a systematic and teleological interpretation of those two provisions. The applicant also denies that there has been a transfer of compe-

tence in favour of the ECB with regard to all of the tasks listed in Article 4(1) of the Basic Regulation and in respect of all entities. On the contrary, a reading of that provision, combined with Article 6(4) thereof, leads to the conclusion that, in conformity with the principle of subsidiarity, the transfer of competence was made only in respect of significant entities, with the direct prudential supervision of less significant entities remaining within the remit of the national authorities.

36 Thus, it is clear that the applicant proposes an interpretation of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation in the light of a requirement that direct prudential supervision by the ECB must be necessary, which is implied by the principle of proportionality — and the principle of subsidiarity — enshrined in Article 5 TEU. It follows that the ECB ought to have ascertained whether prudential supervision by the German authorities afforded achievement of the objectives of the Basic Regulation. Therefore, in so far as the applicant did demonstrate that its profile showed a low degree of risk, the objective of protection of financial stability pursued by the Basic Regulation will be sufficiently achieved by the German authorities' exercising their supervision. In that light, there was justification for reclassifying the applicant as a 'less significant' entity under Article 70(1) of the SSM Framework Regulation.

37 The ECB and the Commission dispute the merits of that interpretation. They submit inter alia, in essence, that the principles of proportionality and subsidiarity have already been taken into account by the legislature when the Basic Regulation was drafted, by allowing for decentralised implementation of certain of the tasks listed in Article 4(1) of the Basic Regulation by the national authorities in respect of those entities classified as 'less significant'.

38 It should be noted at the outset that the applicant's written pleadings do not contain, either explicitly or implicitly, any plea of illegality of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation, alleging that it is contrary to the principles of proportionality or subsidiarity or Article 6 of the Basic Regulation. Thus, in its written pleadings, the applicant opted to direct its line of argument solely at the interpretation of that provision, without questioning its validity.

39 In order to respond to the questions of interpretation thus raised and determine the exact scope of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation, account must be taken not only of its wording but also of its context and of the objectives pursued by the set of rules of

which it forms a part (see, to that effect, judgment of 7 June 2005, *VEMW and Others*, C-17/03, EU:C:2005:362, paragraph 41 and the case-law cited).

40 Moreover, where the textual and historical interpretations of a regulation, in particular of one of its provisions, do not permit its precise scope to be assessed, the legislation in question must be interpreted by reference to both its purpose and general structure (see, to that effect, judgments of 31 March 1998, *France and Others* v *Commission*, C-68/94 and C-30/95, EU:C:1998:148, paragraph 168, and of 25 March 1999, *Gencor* v *Commission*, T-102/96, EU:T:1999:65, paragraph 148).

41 Moreover, it is equally settled case-law that where it is necessary to interpret a provision of secondary EU law, preference should as far as possible be given to the interpretation which renders the provision consistent with the Treaty and the general principles of EU law (judgments of 4 October 2007, *Schutzverband der Spirituosen-Industrie*, C-457/05, EU:C:2007:576, paragraph 22; of 10 July 2008, *Bertelsmann and Sony Corporation of America* v *Impala*, C-413/06 P, EU:C:2008:392, paragraph 174; and of 25 November 2009, *Germany* v *Commission*, T-376/07, EU:T:2009:467, paragraph 22).

(a) *The literal interpretation of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation*

42 As regards the literal interpretation of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation, it should be remembered that it is worded as follows:

'Particular circumstances, as referred to in the second and fifth subparagraphs of Article 6(4) of [the Basic Regulation] … exist where there are specific and factual circumstances that make the classification of a supervised entity as significant inappropriate, taking into account the objectives and principles of [the Basic Regulation] and, in particular, the need to ensure the consistent application of high supervisory standards.'

43 It is clear that the literal interpretation of the provisions of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation confirm the position favoured by the ECB in the contested decision.

44 The wording of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation focuses solely on the examination of whether or not the classification of an entity as significant is appropriate and, therefore, its supervision by the ECB alone, in relation to the objectives of the Basic Regulation. No reference is made to an examination of the need for direct supervision of a significant entity by the ECB.

45 Whilst generally the examination of whether an EU act is appropriate focuses on whether it is suitable for attaining the legitimate objectives pursued by the legislation at issue, the assessment of whether it is necessary consists in ascertaining whether or not it goes beyond what is necessary in order to achieve those objectives (see, to that effect, judgment of 16 June 2015, *Gauweiler and Others*, C-62/14, EU:C:2015:400, paragraph 67 and the case-law cited).

46 Therefore, Article 70(1) of the SSM Framework Regulation, referring as it does to 'specific and factual circumstances that make the classification of a supervised entity as significant inappropriate, taking into account the objectives and principles of [the Basic Regulation]', must necessarily be understood as suggesting that direct prudential supervision by the ECB, implied by the classification of an entity as 'significant', is less able to ensure achievement of the objectives of the Basic Regulation than direct prudential supervision of that entity by the national authorities. On the other hand, a literal interpretation of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation does not suggest reclassification of a 'significant entity' as 'less significant' on the ground that direct supervision by the national authorities under the SSM is just as able to achieve the objectives of the Basic Regulation than supervision by the ECB alone.

(b) *Interpretation of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation in conformity with superior norms of law, including the principles of proportionality and subsidiarity*

47 In arguing against that literal interpretation of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation, the applicant submits, in essence, that, on the one hand, as Article 6(4) of the Basic Regulation confers on national authorities the competence to carry out prudential supervision in respect of certain of the tasks listed in Article 4(1) of the Basic Regulation whilst, on the other, Article 70(1) of the SSM Framework Regulation serves to distribute the exercise of competences delegated to the ECB and held by the national authorities, it should be interpreted in conformity with the principles of subsidiarity and proportionality laid down in Article 5(3) and (4) TEU.

48 It follows that the term 'inappropriate' laid down in Article 70(1) of the SSM Framework Regulation should be construed as excluding prudential supervision by the ECB alone when the objectives of the Basic Regulation may be sufficiently achieved through supervision by

the national authorities. In other words, the derogation provided for in that provision applies not only when the objectives of the Basic Regulation would be better achieved through direct prudential supervision by the national authorities, but also when such supervision would be sufficient to achieve them.

49 As the applicant's argument is based on the postulate that the national authorities retain their competence under Article 6(4) of the Basic Regulation in respect of the tasks listed in Article 4(1)(b) and (d) to (i) thereof, as regards those entities classified as 'less significant', it is appropriate to consider the scope of the competence transferred to the ECB by the Basic Regulation before examining the possibility of interpreting Article 70(1) of the SSM Framework Regulation, as highlighted by the applicant.

(1) *The scope of the competences transferred to the ECB by the Basic Regulation*

50 The applicant disputes that there has been a transfer of competence to the ECB with respect to all of the tasks referred to in Article 4(1) of the Basic Regulation and in respect of all entities. It is apparent from a reading of that provision, combined with Article 6(4) of that same regulation, that there was a transfer of competence only with respect to 'significant' entities, with the direct prudential supervision of 'less significant' entities remaining within the competence of the national authorities, with the exception of the tasks listed in Article 4(1)(a) and (c) of the Basic Regulation. That distribution of competences complies with the principle of implementation of EU law by the Member States as expressed in Article 291(1) TFEU.

51 The applicant further observes that its analysis of the scope of the competences transferred to the ECB is not only favoured in the doctrine, but is also consistent with the historical background to the adoption of the Basic Regulation. The legislature knowingly dismissed the Commission's initial proposition — which was based on a transfer of competence to the ECB in regards to prudential supervision of all credit institutions — preferring a solution more in conformity with the principles of subsidiarity and proportionality.

52 In essence, the applicant submits that as regards, first of all, the issue of the ECB having powers of indirect prudential supervision over less significant entities, including inter alia the possibility of adopting regulations and general guidelines, followed by direct supervision of those entities in respect of the tasks listed in Article 4(1)(a) and (c) of the Basic Regulation

and, lastly, the prerogative to exercise direct supervision over certain less significant entities under Article 6(5)(b) of that regulation does not prevent Article 6(4) and (6) thereof from attributing competence for direct supervision of less significant entities to the national authorities.

53 On the contrary, the ECB, supported by the Commission, takes the view that exclusive competence was transferred to it so that it could carry out all of the prudential tasks referred to in Article 4(1) of the Basic Regulation, with only the implementation of the tasks referred to in Article 4(1)(b) and (d) to (i) of the Basic Regulation in respect of less significant entities being delegated to the national authorities under the supervision of the ECB.

54 The Court notes, firstly, that it is apparent from the examination of the interaction between Article 4(1) and Article 6 of the Basic Regulation, as discussed in paragraphs 20 to 28 above, that the logic of the relationship between them consists in allowing the exclusive competences delegated to the ECB to be implemented within a decentralised framework, rather than having a distribution of competences between the ECB and the national authorities in the performance of the tasks referred to in Article 4(1) of that regulation. Similarly, under Article 6(4), second subparagraph, of that same regulation the ECB has exclusive competence for determining the 'particular circumstances' in which direct supervision of an entity which should fall solely under its supervision might instead be under the supervision of a national authority.

55 That finding is supported by a reading of the recitals in the preamble to the Basic Regulation.

56 Firstly, it is apparent from recitals 15 and 28 of the Basic Regulation that only those tasks explicitly entrusted to the ECB fall outside the competence of the Member States and that prudential supervision of financial institutions on grounds other than those listed in Article 4(1) of that regulation continues to fall within the competence of the Member States. It necessarily follows that it is at the stage of the definition of the tasks entrusted to the ECB by Article 4(1) of the Basic Regulation that the competences between the ECB and the national authorities were distributed.

57 It should further be noted that although recital 28 in the preamble to the Basic Regulation provides a list of the supervisory tasks that are to remain within the remit of the national au-

thorities, it does not include any of the tasks listed in Article 4(1) of the Basic Regulation. Nor does that recital present direct supervision of less significant entities as constituting the exercise of a competence falling within the remit of the national authorities.

58 Secondly, it should be noted that the supervision of institutions classified as 'less significant' is referred to in recitals 38 to 40 in the preamble to the Basic Regulation, more specifically directly after recital 37 therein, which states that 'national competent authorities should be responsible for assisting the ECB in the preparation and implementation of any acts relating to the exercise of the ECB supervisory tasks' and that '[t]his should include, in particular, the ongoing day-to-day assessment of a credit institution's situation and related on-site verifications'. The arrangement of the recitals of the Basic Regulation suggests that direct prudential supervision by the national authorities under the SSM was envisaged by the Council of the European Union as a mechanism of assistance to the ECB rather than the exercise of autonomous competence.

59 Secondly, it should also be noted that the ECB retains important prerogatives even when the national authorities performs the supervisory tasks laid down in Article 4(1)(b) and (d) to (i) of the Basic Regulation, and that the existence of such prerogatives is indicative of the subordinate nature of the intervention by the national authorities in the performance of those tasks.

60 Thus, under Article 6(5)(a) of the Basic Regulation, the ECB is to issue 'regulations, guidelines or general instructions to national competent authorities, according to which the tasks defined in Article 4 excluding points (a) and (c) of paragraph 1 thereof are performed and supervisory decisions are adopted by national competent authorities'.

61 Although it is true that that subordination does not include the possibility for the ECB to issue individual guidelines to a national authority, that is compensated for by the possibility offered by Article 6(5)(b) of the Basic Regulation to remove direct prudential supervision of an entity from the competence of a national authority. It should be noted in that regard that the terms employed in that provision that the exercise of that prerogative calls for broad discretion conferred on the ECB, stating as it does that 'when necessary to ensure consistent application of high supervisory standards, the ECB may at any time, on its own initiative after consulting with national competent authorities or upon request by a national competent au-

thority, decide to exercise directly itself all the relevant powers for one or more credit institutions referred to in paragraph 4 …'.

62 Thirdly, the competences conferred on the ECB are also evident from the comparison of the provisions allowing for adjustments to the criterion for distribution of the roles between the ECB and the national authorities relating to the size of the supervised entity. Whereas, for the reasons set out in paragraph 61 above, Article 6(5)(b) of the Basic Regulation provides broadly for the possibility for the ECB to remove competence from a national authority, Article 6(4), second subparagraph, of that same regulation uses, on the contrary, the more restrictive formulation of 'particular circumstances' for the purposes of envisaging the possibility of direct supervision of an entity which should be classified as 'significant' being entrusted to a national authority and entrusts the ECB with exclusive competence to determine the content.

63 It follows from all the foregoing that the Council has delegated to the ECB exclusive competence in respect of the tasks laid down in Article 4(1) of the Basic Regulation and that the sole purpose of Article 6 of that same regulation is to enable decentralised implementation under the SSM of that competence by the national authorities, under the control of the ECB, in respect of the less significant entities and in respect of the tasks listed in Article 4(1)(b) and (d) to (i) of the Basic Regulation, whilst conferring on the ECB exclusive competence for determining the content of the concept of 'particular circumstances' within the meaning of Article 6(4), second subparagraph, of that same regulation, which was implemented through the adoption of Articles 70 and 71 of the SSM Framework Regulation.

64 That conclusion cannot be invalidated by the arguments put forward by the applicant, inter alia the fact that the insertion of Article 6 into the Basic Regulation was due to an amendment made by the Council to the Commission's initial proposal. Although such an amendment may be indicative of the Council's willingness to associate the national authorities with the implementation of those tasks, it does not allow any conclusions to be drawn as to maintaining prudential supervisory competence for the national authorities with regards to certain of the tasks referred to in Article 4(1) of the Basic Regulation. Moreover, the various statements made by politicians and administrative managers referred to by the applicant merely reflect expressions of personal opinions.

(2) *Interpretation of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation in conformity with the principle of subsidiarity*

65 It follows from the examination of the competences transferred to the ECB by the Basic Regulation that, should the applicant's argument be construed as being based on an interpretation of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation in conformity with the principle of subsidiarity, it cannot be upheld. Although, when it does apply, the principle of subsidiarity involves inter alia a determination of whether the proposed action can be better achieved by the European Union or whether it can be achieved just as effectively by the Member States, it must be borne in mind that under Article 5(3) TEU it applies only in areas which do not fall within exclusive EU competence (see, to that effect, judgment of 18 June 2015, *Estonia* v *Parliament and Council*, C-508/13, EU:C:2015:403, paragraph 44 and the case-law cited). Accordingly, it is irrelevant for the interpretation of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation or Article 6(4) of the Basic Regulation, which, for the reasons set out in paragraphs 50 to 63 above, concern solely the detailed rules for the decentralised exercise of the ECB's exclusive competence.

(3) *Interpretation of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation in conformity with the principle of proportionality*

66 According to Article 5(4) TEU, under the principle of proportionality, the content and form of Union action is not to exceed what is necessary to attain the objectives of the Treaties. The EU institutions are to apply the principle of proportionality as laid down in the Protocol on the application of the principles of subsidiarity and proportionality, annexed to the Treaty on the Functioning of the European Union.

67 It should also be borne in mind that, according to the settled case-law, in accordance with the principle of proportionality, which is one of the general principles of EU law, the acts adopted by EU institutions must be appropriate for attaining the legitimate objectives pursued by the legislation at issue and must not exceed the limits of what is necessary in order to achieve those objectives; where there is a choice between several appropriate measures, recourse must be had to the least onerous; and the disadvantages caused must not be disproportionate to the aims pursued (see judgment of 4 May 2016, *Philip Morris Brands and Others*, C-547/14, EU:C:2016:325, paragraph 165 and the case-law cited).

68 It must also be borne in mind that the assessment of the proportionality of a measure must be reconciled with compliance with the discretion that may have been conferred on the EU institutions at the time it was adopted (see judgment of 12 December 2006, *Germany* v *Parliament and Council*, C-380/03, EU:C:2006:772, paragraph 145 and the case-law cited).

69 The applicant submits, in essence, that the requirement of necessity of the Union action arising from the principle of proportionality entails that the implementation of the Union's exclusive competences be done in a manner that leaves the broadest possible latitude to the exercise of national competences.

70 In support of its argument, it refers to the Opinion of Advocate General Kokott in *Toshiba Corporation and Others* (C-17/10, EU:C:2011:552, paragraph 90), in which the fundamental and constitutional importance of the principle of proportionality in the Treaty system was highlighted in support of the conclusion that the uniform application of EU competition law did not require that the competition authorities of the Member States not be allowed to apply their national 'antitrust' legislation permanently and definitively, as it was sufficient to withdraw that competence from them for the duration of a procedure initiated by the Commission and to require them to comply with the Commission's decision once that procedure had been completed.

71 Suffice it to observe that that analysis was highlighted in a legal context that is not comparable to the one before the Court in the present case.

72 What was at issue in that case was the impact of the Commission's exercise of its competences to implement EU competition law on the national competition authorities' application of their national competition law. Yet in the present case, for the reasons set out in paragraphs 50 to 64 above, under the SSM the national authorities are acting within the scope of decentralised implementation of an exclusive competence of the Union, not the exercise of a national competence.

73 Therefore, the only competence liable to be affected by the exercise of direct prudential supervision by the ECB is the Member States' competence in principle for the implementation of EU law in their legal order, underscored in Article 291(1) TFEU. That provision states that, according to the institutional system of the Union and the rules governing between the

Union and the Member States, it is for the latter, in the absence of any contrary provision of EU law, to ensure that EU law is implemented within their territory (see, to that effect and by analogy, judgment of 23 November 1995, *Nutral* v *Commission*, C-476/93 P, EU:C:1995:401, paragraph 14).

74 It is clear, however, that the preservation of that competence cannot involve an interpretation of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation as advocated by the applicant, which would require ascertaining on a case-by-case basis in respect of an institution classified as significant under the criteria laid down in Article 6(4) of the Basic Regulation whether its objectives may be just as well attained through direct supervision by the national authorities.

75 That interpretation amounts to calling into question the balance provided for in the Basic Regulation, involving as it does a case-by-case determination of whether, despite the application of the criteria set out in Article 6(4) of the Basic Regulation, a significant institution should come under the direct supervision of the national authorities on the ground that they are better able to attain the objectives of the Basic Regulation.

76 It is clear that such an examination would run directly counter to two factors that play a fundamental role in the logic of Article 6(4) of the Basic Regulation, being, firstly, the principle that significant institutions come under the sole supervision of the ECB and, secondly, the existence of specific alternative criteria affording the classification of a financial institution. Under Article 6(4), second subparagraph, (i), they include the threshold of EUR 30 billion of total value of the assets of the financial institution considered, which criterion is fulfilled by the applicant.

77 In any event, it should be noted that the legislature reconciled the role of the Member States in the implementation of EU law with the fulfilment of the objectives of the Basic Regulation in Article 6 thereof by creating the SSM.

78 Firstly, as is apparent from recitals 13 and 15 of the Basic Regulation, it aims, inter alia, at protecting the stability of the financial system of the Union through specific tasks concerning policies relating to the supervision of credit institutions, tasks that the ECB is well placed to perform as the euro area's central bank with extensive expertise in macroeconomic and financial stability issues.

79 Secondly, the Basic Regulation, far from excluding the Member States from the exercise of the prudential tasks devolved to the ECB, associates them with it by allowing, under the SSM and through Article 6(4) and (6), that most of the tasks referred to under Article 4(1) may be implemented on a decentralised basis in respect of less significant entities.

80 It follows from all the foregoing that Article 70(1) of the SSM Framework Regulation, in referring to 'specific and factual circumstances that make the classification of a supervised entity as significant inappropriate, taking into account the objectives and principles of [the Basic Regulation] and, in particular, the need to ensure the consistent application of high supervisory standards', must be understood as referring solely to specific factual circumstances entailing that direct prudential supervision by the national authorities is better able to attain the objectives and the principles of the Basic Regulation, in particular the need to guarantee consistent application of high prudential supervisory standards.

81 It follows that the ECB did not commit the error of law alleged in finding, in essence, that the application of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation could rule out classification of the applicant as a significant entity only if it was demonstrated that direct prudential supervision by the German authorities would be better able to ensure attainment of the objectives of the Basic Regulation than supervision by the ECB.

82 This conclusion is not invalidated by the applicant's argument alleging that the ECB, in other decisions having led to reclassifications, did not apply the criteria to which it referred in the contested decision.

83 Should such an argument be relied on in order to demonstrate that the ECB was incorrect in refusing to examine whether direct prudential supervision by the national authorities was sufficient for attaining the objectives of the Basic Regulation, it should be rejected at the outset, since it has been found that the ECB did not err in law in its interpretation of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation.

84 If the intention is that this argument must be understood as alleging, in essence, infringement of the principle of equal treatment to the applicant's detriment, it cannot be upheld. It is appropriate to recall that the principle of equal treatment must be reconciled with the principle of legality and thus a person may not rely, in support of his claim, on an unlawful act committed in favour of a third party (see, to that effect, judgment of 14 April

2011, *Visa Europe and Visa International Service* v *Commission*, T-461/07, EU:T:2011:181, paragraph 219 and the case-law cited). Thus, even if the ECB was incorrect in reclassifying the entities referred to by the applicant, such an error has no bearing on the merits of the contested decision to refuse reclassification of the applicant as a 'less significant' entity.

85 The present complaint must therefore be rejected.

(c) *The complaint alleging failure to examine the specific factual circumstances and the objectives of the Basic Regulation*

86 The applicant in essence criticises the ECB for having found that its classification as a significant entity was appropriate, irrespective of the examination of the specific factual circumstances and without taking account of the objectives and principles of the Basic Regulation.

87 It is sufficient to note in that regard that, for the purpose of requesting review of the decision of 1 September 2014, the applicant based its argument on the alleged adequacy of the exercise of prudential supervision by the German authorities in the light of its allegedly weak risk profile.

88 It is apparent from a reading the applicant's letters of 10 July 2014 and 6 October 2014 that its argument was based solely on the lack of need for prudential supervision by the ECB in order to ensure consistent application of high supervisory standards, without its being argued that national supervision would be better able to attain those objectives.

89 Therefore, having regard to the wording of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation, the ECB could legitimately find that such a line of argument was irrelevant, without its being necessary to examine whether the factual circumstances alleged by the applicant were true or ascertaining whether supervision of the applicant by the German authorities was liable to fulfil the objectives of the Basic Regulation.

90 This complaint must therefore be rejected.

(d) *The complaint alleging error of law in the interpretation of the concept of 'particular circumstances'*

91 The applicant also criticises the ECB for having conducted a 'two-tier examination' in finding, first of all, that there were particular circumstances and, secondly, that they make the ECB's prudential supervision inappropriate, contrary to the wording of Article 70(1) of

the SSM Framework Regulation.

92 It should be borne in mind that, under Article 70(1) of the SSM Framework Regulation, '[p]articular circumstances, as referred to in the second and fifth subparagraphs of Article 6(4) of [the Basic Regulation] … exist where there are specific and factual circumstances that make the classification of a supervised entity as significant inappropriate, taking into account the objectives and principles of the SSM Regulation and, in particular, the need to ensure the consistent application of high supervisory standards'.

93 Article 71(1) of the SSM Framework Regulation states that '[w]hether particular circumstances exist that justify classifying what would otherwise be a significant supervised entity as less significant shall be determined on a case-by-case basis and specifically for the supervised entity or supervised group concerned, but not for categories of supervised entities'.

94 The necessary reading from those two provisions is that the determination of whether there are particular circumstances must be made in the light of the factual circumstances specific to the supervised entity.

95 In the contested decision, the ECB found, 'even if the ECB should find that particular circumstances as referred to in Article 6(4) of the Basic Regulation were liable to be applied to the supervised entity, the ECB would still have to ascertain whether such particular circumstances are such as to justify its classification as a less significant entity'.

96 It is clear that should the passage of the contested decision referred to in paragraph 95 above have to be understood as confusing the concept of 'specific factual circumstances' found in Article 70(1) of the SSM Framework Regulation and applicable in order to consider whether or not the classification of an entity as significant is inappropriate, with that of 'particular circumstances', used in Article 6(4) of the Basic Regulation and which the purpose of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation is to specify, then it is legally incorrect.

97 In so reasoning, the ECB establishes as separate conditions the demonstration of whether there are 'particular circumstances' and the application of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation. It follows that particular circumstances within the meaning of Article 6(4) of the Basic Regulation do not in themselves afford justification of the reclassification of a 'significant' entity as 'less significant'. It is also necessary that the criteria of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation be fulfilled.

98 That is not the logic inherent in the articulation of those two provisions. The presence of particular circumstances suffices to justify the reclassification of an entity. However, in order to verify their existence, Article 70(1) of the SSM Framework Regulation must be applied.

99 That passage of the contested decision is, therefore, vitiated by an error of law, which however has no bearing on its legality, as that passage must be viewed as having been put forward for the sake of completeness, as shown by the use of the conditional tense. The ECB does not acknowledge that there are 'particular circumstances', but merely gives its opinion on the potential impact of there being such circumstances, supposing they are present. This complaint must therefore be rejected in any event.

100 In the light of the foregoing, the first plea in law must be rejected.

B. **Second plea: manifest errors of assessment**

101 The applicant submits that the contested decision is vitiated by manifest errors of assessment.

102 Firstly, direct prudential supervision by the ECB is not necessary in order to attain the objectives of the Basic Regulation, consisting in ensuring the stability of financial markets, the safety and solidity of credit institutions and the protection of depositors. Secondly, direct prudential supervision by the ECB is not necessary in order to safeguard the objective of consistent application of high prudential supervisory standards. Thirdly, nor is direct prudential supervision by the ECB necessary in the light of other objectives of the Basic Regulation. Fourthly, direct prudential supervision of the applicant by the national authority complies with the principles of the Basic Regulation. Fifthly, even from the perspective of the incorrect assessment criterion employed by the ECB, the contested decision is vitiated by manifest errors of assessment.

103 The ECB, supported by the Commission, contends that the present plea should be rejected.

104 It should be noted at the outset that the essence of the line of argument put forward by the applicant under the present plea is based on the postulate that the objectives of the Basic Regulation and the consistent application of high prudential supervisory standards can be attained through direct supervision by the German authorities. The applicant insists in its written pleadings that it was manifestly incorrect to maintain the classification as a signifi-

cant entity, given the lack of need for prudential supervision by the ECB.

105 It is clear that such a line of argument is completely irrelevant, given that, for the reasons set out in the examination of the first plea, Article 70(1) of the SSM Framework Regulation cannot be interpreted as including a condition of assessment of the need for direct prudential supervision of an entity to be classified as 'significant' under Article 6(4) of the Basic Regulation.

106 It is only in the alternative that the applicant submits that, 'even using the ECB's incorrect assessment criterion, the contested decision is vitiated by manifest errors of assessment'.

107 In support of that statement, the applicant refers, firstly, to the content of its letters of 10 July 2014 and 6 October 2014.

108 However, for the reasons set out in paragraphs 87 to 89 above, it is noteworthy that the applicant did not argue therein that national supervision would be better able to attain the objectives of the Basic Regulation than direct supervision by the ECB.

109 Secondly, in the reply the applicant submits, in essence, that prudential supervision by the German authorities would be better able to attain the objective of consistent application of high prudential supervisory standards referred to in Article 70(1) of the SSM Framework Regulation. It points out in that connection that it is subject to various regulatory instruments, being not only Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012 (OJ 2013 L 176, p. 1), as rectified (OJ 2013 L 208, p. 68, and OJ 2013 L 321, p. 6), and the German law on the organisation of the banking sector, but also the Law on the regional credit bank of Baden-Württemberg, as well as multiple supervisory authorities, being not only the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (Federal Financial Supervisory Authority, Germany), the Bundesbank (German Federal Bank) and the ECB, but also the Ministry of Finance, Baden-Württemberg.

110 Thus the applicant submits, in essence, that the diversity of legal frameworks and supervisory authorities forming the parameters of its activity means that the national authorities are better able to cooperate amongst themselves in order to ensure consistent application of

prudential supervisory standards than with the ECB.

111 Suffice it to note in that regard that the applicant does not highlight any arrangement or collaboration between the authorities of Baden-Württemberg and the German authorities that might make cooperation easier with them than with the ECB.

112 The present appeal must therefore be rejected.

C. **The third plea: infringement of the obligation to state reasons**

113 The applicant submits that the ECB failed to fulfil its obligation to state reasons at the time of adoption of the contested decision. It observes that the obligation to state reasons for the contested decision is clearly stated in Article 33(2), Article 39(1) and Article 44(1) of the SSM Framework Regulation and in Article 22(2), second subparagraph, of the Basic Regulation and the second paragraph of Article 296 TFEU.

114 Firstly, the statement of reasons in the contested decision lacks consistency and is self-contradictory, which makes it impossible to infer which criterion was applied by the ECB. The interpretation of the concept of 'inappropriateness' favoured by the ECB in its written pleadings is not found in the contested decision and in any event is self-contradictory.

115 Secondly, the applicant submits that the statement of reasons in the contested decision merely sets out simple, unsubstantiated statements and negations. It criticises, inter alia, the ECB for having failed to provide reasons for its assertion that the absence of risk for the stability of the markets or creditors is not a particular circumstance. Similarly, the contested decision does not explain why supervision by the German authorities would not be better able to attain the objectives of the Basic Regulation.

116 Thirdly, the applicant criticises the ECB for having failed to examine the arguments put forward by it during the administrative procedure, alleging specific factual circumstances making its classification as a significant entity inappropriate. It submits that a detailed explanation of the reasons why the ECB did not find those arguments relevant was called for, especially since it has discretion in the application of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation. No such explanation is apparent from either the contested decision or its surrounding context.

117 The ECB, supported by the Commission, contends that the present plea should be rejected.

118 Under Article 22(2), second subparagraph, of the Basic Regulation, decisions of the ECB are to state the reasons on which they are based.

119 Under Article 33(1) and (2) of the SSM Framework Regulation, an ECB supervisory decision is to be accompanied by a statement of the reasons for that decision. The statement of reasons is to contain the material facts and legal reasons on which the ECB prudential supervisory decision is based.

120 Article 39(1) of the same SSM Framework Regulation provides that '[a] supervised entity shall be considered a significant supervised entity if the ECB so determines in an ECB decision addressed to the relevant supervised entity …, explaining the underlying reasons for such decision'.

121 Provisions such as this merely reiterate, in the body of the Basic Regulation and of the SSM Framework Regulation, the obligation to state reasons by which EU institutions and bodies are bound under the second paragraph of Article 296 TFEU.

122 The obligation to state reasons laid down in Article 296 TFEU is an essential procedural requirement, as distinct from the question whether the reasons given are correct, which goes to the substantive legality of the contested measure (see judgment of 11 July 2013, *Ziegler* v *Commission*, C-439/11 P, EU:C:2013:513, paragraph 113 and the case-law cited).

123 In that vein, first of all, the statement of reasons required under Article 296 TFEU must be appropriate to the measure in question and must disclose in a clear and unequivocal fashion the reasoning followed by the institution which adopted that measure, in such a way as to enable the persons concerned to ascertain the reasons for the measure and to enable the competent court to carry out its review. As regards, in particular, the reasons given for individual decisions, the purpose of the obligation to state the reasons on which an individual decision is based is, therefore, in addition to permitting review by the Courts, to provide the person concerned with sufficient information to know whether the decision may be vitiated by an error enabling its validity to be challenged (see judgment of 11 July 2013, *Ziegler* v *Commission*, C-439/11 P, EU:C:2013:513, paragraph 115 and the case-law cited).

124 Furthermore, the requirements to be satisfied by the statement of reasons depend on

the circumstances of each case, in particular the content of the measure in question, the nature of the reasons given and the interest which the addressees of the measure, or other parties to whom it is of direct and individual concern, may have in obtaining explanations. It is not necessary for the statement of reasons to specify all the relevant matters of fact and law, since the question whether the statement of reasons meets the requirements of Article 296 TFEU must be assessed with regard not only to its wording but also to its context and to all the legal rules governing the matter in question (see judgment of 11 July 2013, *Ziegler* v *Commission*, C-439/11 P, EU:C:2013:513, paragraph 116 and the case-law cited).

125 In the present case, the Administrative Board of Review's Opinion is part of the context of which the contested decision forms a part and may, therefore, be taken into account for the purpose of determining whether that decision contained a sufficient statement of reasons as referred to in the case-law cited in paragraph 124 above.

126 Article 24 of the Basic Regulation, entitled 'Administrative Board of Review', states in paragraph 1 that '[t]he ECB shall establish an Administrative Board of Review for the purposes of carrying out an internal administrative review of the decisions taken by the ECB in the exercise of the powers conferred on it by this Regulation after a request for review [is made]' and that '[t]he scope of the internal administrative review shall pertain to the procedural and substantive conformity with this Regulation'. Paragraph 7 of that article provides:

'After ruling on the admissibility of the review, the Administrative Board of Review shall express an opinion within a period appropriate to the urgency of the matter and no later than two months from the receipt of the request and remit the case for preparation of a new draft decision to the Supervisory Board. The Supervisory Board shall take into account the opinion of the Administrative Board of Review and shall promptly submit a new draft decision to the Governing Council. The new draft decision shall abrogate the initial decision, replace it with a decision of identical content, or replace it with an amended decision. The new draft decision shall be deemed adopted unless the Governing Council objects within a maximum period of ten working days.'

127 It necessarily follows that, in so far as the contested decision ruled in conformity with the proposal set out in the Administrative Board of Review's Opinion, it is an extension of

that opinion and the explanations contained therein may be taken into account for the purpose of determining whether the contested decision contains a sufficient statement of reasons.

128 Firstly, for the reasons set out in paragraphs 31 to 32 above and contrary to the applicant's assertions, it is apparent from a combined reading of the contested decision and the Administrative Board of Review's Opinion that not only did the ECB consider that there could be 'particular circumstances' only if attainment of the objectives of the Basic Regulation could be better safeguarded through direct prudential supervision by the national authorities, it also found that the applicant had not demonstrated that that condition was fulfilled in respect of it. It should also be noted that both the Administrative Board of Review's Opinion and the contested decision contain a summary of the applicant's arguments.

129 It is also clear that the analysis of the first plea shows that the applicant was able to understand the ECB's reasoning, since it challenged it through that plea, and that the Court has been able to conduct judicial review of the merits of the reasons in the contested decision.

130 Secondly, regarding the applicant's assertion alleging insufficiency of the response to its argument put forward during the administrative procedure, it is apparent from paragraphs 87 to 89 and 107 to 108 above that during that procedure the applicant merely attempted to establish that direct prudential supervision by the ECB was not necessary on the ground that supervision by the German authorities would be sufficient in order to attain the objectives of the Basic Regulation, without attempting to show that it would be better able to attain those objectives. Therefore, since that argument is clearly irrelevant in the light of the interpretation favoured by the ECB, it cannot be held that the ECB was bound to provide a detailed statement of reasons for its refutation, as the applicant could easily infer them from the contested decision and the Administrative Board of Review's Opinion.

131 Thirdly, regarding the applicant's complaint alleging that the reasons in the contested decision were self-contradictory, it is true that the statement of the reasons for a measure must be logical and contain no internal inconsistency that would prevent a proper understanding of the reasons underlying the measure (judgment of 29 September 2011, *Elf Aquitaine* v *Commission*, C-521/09 P, EU:C:2011:620, paragraph 151).

132 However, it is clear that the statement of reasons in the contested decision is not self-

contradictory as alleged.

133 For the reasons set out in paragraphs 31 to 34 above, and contrary to what the applicant appears to argue, there is no contradiction between, on the one hand, the reference in the Administrative Board of Review's Opinion to the fact that the presence of 'particular circumstances' means that the attainment of the objectives of the Basic Regulation, including the need to ensure the consistent application of high prudential supervisory standards, must be better ensured through direct supervision by the national authorities and, on the other, the reference in the contested decision to the fact that direct supervision of the applicant by the ECB must be contrary to the objectives of the Basic Regulation in order for Article 70(1) of the SSM Framework Regulation to apply.

134 Nor is the assertion that the reasons set out in the contested decision were self-contradictory in suggesting that the presence of particular circumstances was sufficient to justify application of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation. It was noted in paragraph 99 above that that reason in the contested decision was included merely for the sake of completeness. That passage was therefore not liable to prevent a proper understanding of the criterion applied by the ECB in the contested decision.

135 It follows from the above that the contested decision contains a sufficient statement of reasons.

136 The third plea in law must therefore be rejected.

D. **The fourth plea: misuse of powers by the ECB in unlawfully failing to exercise its discretion**

137 The applicant criticises the ECB for having failed to exercise its discretion in the application of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation in respect of it, which amounts to a misuse of powers. It observes that that provision does not contain an exhaustive list of the reasons which the ECB may take into consideration. It was therefore incorrect in finding in the contested decision that the arguments put forward by the applicant led to reasons not provided for in that regulation being taken into account.

138 The ECB, supported by the Commission, contends that this plea should be rejected.

139 Although it is settled case-law that when discretion is conferred on an institution, it must exercise that power fully (see, to that effect, judgments of 14 July 2011, *Freistaat Sach-*

sen v *Commission*, T-357/02 RENV, EU:T:2011:376, paragraph 45, and of 10 July 2012, *Smurfit Kappa Group* v *Commission*, T-304/08, EU:T:2012:351, paragraph 90). Thus, the Community institutions which have adopted the act in question must be able to show before the Court that in adopting the act they actually exercised their discretion, which presupposes the taking into consideration of all the relevant factors and circumstances of the situation the act was intended to regulate (judgment of 7 September 2006, *Spain* v *Council*, C-310/04, EU:C:2006:521, paragraph 122).

140 However, it should be remembered here that, as pointed out in paragraphs 87 to 89 above, the argument put forward by the applicant during the administrative procedure was intended solely to establish that the objectives of the Basic Regulation could be attained through direct supervision of the applicant by the national authorities and that, for the reasons set out in connection with the analysis of the first plea, such an argument is irrelevant for the application of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation.

141 The ECB cannot, therefore, be criticised for having failed to exercise its discretion by rejecting at the outset an argument that is completely irrelevant.

142 The fourth plea must therefore be rejected.

E. The fifth plea: infringement of the ECB's obligation to examine and take into consideration all relevant circumstances of the case

143 The applicant observes that, under Article 28(2) of the SSM Framework Regulation, the ECB must take account of all relevant circumstances. It also refers to the ECB's obligation to examine and take into consideration, carefully and impartially, all elements of fact and of law that are relevant to the case, which arises from the right to good administration enshrined in Article 41(1) of the Charter of Fundamental Rights of the European Union.

144 It criticises the ECB for having failed to take into account the circumstances alleging: (i) the practical impossibility in which it found itself in dealing with a situation of insolvency; (ii) that it did not meet any of the criteria of Article 6(4) of the Basic Regulation, apart from size; and (iii) that the prudential supervision by the German authorities had not been shown to have any shortcomings in the past.

145 The ECB, supported by the Commission, contends that this plea should be rejected.

146 It is clear from settled case-law that, where the institutions of the European Union have

a power of appraisal, respect for the rights guaranteed by the legal order of the European Union in administrative procedures is of even more fundamental importance.

147 The guarantees afforded by EU law in administrative proceedings include, in particular, the principle of sound administration, which is enshrined in Article 41 of the Charter of Fundamental Rights, which entails the duty of the competent institution to examine carefully and impartially all the relevant aspects of the individual case (judgment of 30 September 2003, *Atlantic Container Line and Others* v *Commission*, T-191/98 and T-212/98 to T-214/98, EU:T:2003:245, paragraph 404).

148 That obligation is reiterated in Article 28(2) of the SSM Framework Regulation, which states that, '[i]n its assessment, the ECB shall take account of all relevant circumstances'.

149 However, for reasons similar to those set out in paragraph 140 above, it is sufficient to state that the circumstances which the ECB is criticised for having failed to take into account were irrelevant in the light of the wording of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation and that, consequently, the ECB cannot be successfully criticised for having failed to take such circumstances into account in the application of that provision.

150 The fifth plea must therefore be rejected as unfounded and, accordingly, the action in its entirety must be dismissed.

IV. **Costs**

151 Under Article 134(1) of the Rules of Procedure, the unsuccessful party is to be ordered to pay the costs if they have been applied for in the successful party's pleadings. Since the applicant has been unsuccessful, it must be ordered to bear its own costs and to pay those of the ECB in accordance with the latter's pleadings.

152 In accordance with Article 138(1) of the Rules of Procedure, the institutions which have intervened in the proceedings are to bear their own costs. The Commission must therefore bear its own costs.

On those grounds,

THE GENERAL COURT (Fourth Chamber, Extended Composition)

hereby:

1. **Dismisses the action.**

2. **Orders the Landeskreditbank Baden-Württemberg — Förderbank to bear its own costs**

and to pay those incurred by the European Central Bank.

3. **Orders the European Commission to bear its own costs.**

«TOO BIG TO ESCAPE»: UN *SIGNIFICATIVO* CHIARIMENTO SULL'AMBITO DI APPLICAZIONE DEL SINGLE SUPERVISORY MECHANISM *

(*«Too big to escape»: a clarification of significant relevance on the scope of the Single Supervisory Mechanism)*

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. L'inaccettabile tentativo di fuga di una banca tedesca dal meccanismo di vigilanza unico. - 3. L'ipotesi: natura pubblica della banca e sua qualificazione come significativa. - 4. La supervisione nazionale come «attuazione decentrata di una competenza esclusiva della BCE»: … - 5. (*segue*): verso una «*vereinten Europa*»?

1. Il Tribunale dell'Unione Europea, con la sentenza che si annota, riconosce l'unitarietà delle politiche di vigilanza bancaria nell'Eurozona e la loro attuazione attraverso un meccanismo di supervisione caratterizzato dalla *superiorità* della Banca Centrale Europea.[1] Tale assunto viene fondato non solo sulla capacità della BCE di interpretare in modalità estensive le funzioni ed i compiti ad essa assegnati dai Trattati,[2] quanto soprattutto nel riferimento alla qualificazione dell'attività delle autorità nazionali alla stregua di particolare forma di «attuazione decentrata di una competenza esclusiva della BCE».[3]

*Contributo approvato dai revisori.

[1]Trattasi di una tesi diffusa, sintetizzata dal Presidente della BCE con l'espressione «È cambiato tutto, proprio tutto» (cfr. Intervista a Mario Draghi: «In quattro anni è cambiato tutto», di Napoletano e Merli, pubblicata su IlSole24Ore del 31 ottobre 2015, p. 1), condivisa da molti; sia consentito rinviare al lavoro *Ad un anno dal single supervisory mechanism: riflessioni per un primo bilancio*, in questa *Rivista*, 2015, supplemento al n. 3, p. 114 ss.

[2]Cfr. CAPRIGLIONE, *Unione Monetaria e Ruolo della BCE*, in AA.VV., *Corso di diritto pubblico dell'economia*, a cura di Pellegrini, Padova, 2016, p. 541 ove a tale capacità si ricollega «una significativa innovazione della sua posizione istituzionale».

[3]In particolare, è esplicito - nel testo del provvedimento che si annota- il ragionamento del giudice secondo cui «the logic of the relationship between them consists in allowing the exclusive competences delegated to the ECB to be implemented within a decentralised framework, rather than

Si addiviene, in tal modo, ad un'ulteriore specificazione della costruzione del *central banking* europeo, riconducendone l'essenza al controllo del corretto funzionamento dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria.[4] In particolare, si ha riguardo all'esclusività di tale competenza, reputandola idonea a consentire alla autorità europea di verificare le forme di impiego delle risorse che – attraverso operazioni non convenzionali - sono state erogate dalla BCE a favore di enti creditizi, affinché supportassero gli investimenti economici nell'Eurozona.[5] Da qui, una piena conferma della validità delle procedure di *Asset Quality Review* (avviate dalla BCE ancor prima dell'assunzione dei pieni poteri ad essa attribuiti dal Regolamento n. 1024 del 2013); consegue, altresì, la ridefinizione del quadro normativo di riferimento a base del «radicale ripensamento delle politiche economiche dell'Unione economica e monetaria»

having a distribution of competences between the ECB and the national authorities in the performance of the tasks referred to in Article 4(1) of that regulation»; cfr. Paragrafo 54 della Sentenza. Si versa, dunque, in presenza di un'impostazione logica che non appare scevra di attriti con quella rappresentata dalla Banca d'Italia; cfr. *Audizione* del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco davanti alle Commissioni riunite 6ª del Senato della Repubblica (Finanze e Tesoro) e VI della Camera dei Deputati (Finanze), *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia*, Roma, 14 giugno 2017 ove si rappresenta che «la Banca d'Italia, in quanto autorità competente per il nostro paese, partecipa alla supervisione sulle banche "significative" italiane ed estere presenti in Italia; esercita inoltre la vigilanza diretta sulle banche italiane "meno significative"» (p. 5) e «Accanto a queste nuove responsabilità, permane un impegno importante nello svolgimento dei controlli sulle banche italiane significative: nelle verifiche condotte presso queste ultime, l'80 per cento dei gruppi ispettivi è stato composto e diretto da personale della Banca» (p. 7).

[4]Cfr., sul punto, GOLDMANN, *United in Diversity? The Relationship between Monetary Policy and Banking Supervision in the Banking Union*, SSRN Paper no. 2975998, 31 maggio 2017 ove l'A. affronta la problematica della «legality of a holistic approach to monetary policy and supervision». Si veda altresì AMPUDIA - VAN DEN HEUVEL, *Monetary Policy and Bank Equity Values in a Time of Low Interest Rates*, SSRN paper no. 2976372, 29 maggio 2017; ROMPOLIS, *The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy on Risk Aversion and Uncertainty*, in *Bank of Greece, Working Paper Series*, Atene, 2017, p. 13 ss.

[5]Cfr. BUZZACHI, *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 Cost. e funzioni della Banca centrale europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della Repubblica e ordinamento dell'Unione*, in *Costituzionalismo.it*, 2016, p. 67 ss. ove l'A. si impone di comprendere i nessi del governo della moneta con il governo del credito e del risparmio, i quali - a seguito della unione bancaria - stanno diventando ambiti di prerogative europee. Si vedano, altresì, CARDI, *"Quantitative Easing" e ruolo istituzionale operativo della BCE alla luce delle recenti deliberazioni del Consiglio direttivo*, in *federalismi.it*, 2015, p. 11 ss.; COSTA, *Il ruolo del Presidente della Banca centrale europea tra finzione tecnica e realtà politica*, in *Costituzionalismo.it*, 2016, p. 22 ss.

ipotizzate dalla dottrina.[6] Per altro verso, può dirsi che si è in presenza di interventi che danno contenuto ad una significativa forma operativa della BCE nella quale il *nuovo* (*i.e.* gli interventi di politica monetaria testé richiamati[7]) finisce, sul piano delle concretezze, con un ritorno all'*antico* (vale a dire alle attività tipicamente proprie delle banche centrali antecedenti alla costituzione del S.E.B.C. [8]).

2. Centrale, nella sentenza che si annota, è l'opzione del Tribunale dell'Unione europea per il rigetto dell'azione promossa da una banca tedesca al fine di contestare la propria classificazione come «ente significativo»,[9] sì da sottrarsi alla supervisione della Banca Centrale Europea quale prevista e disciplinata nella normativa che ha introdotto e regolato il meccanismo di vigilanza unico (di cui all'art. 6 del Regolamento UE n. 1024 del 2013).

Ed invero, il Tribunale, nel rigettare le cinque «pleas» addotte contro la «contested decision» della BCE (n. ECB/SSM/15/1), ha ricondotto ad unitarietà l'interpretazione dei criteri guida nel controllo, come previsti dalla normativa euro-

[6]Cfr. MASERA, *Perché occorre un radicale ripensamento delle politiche economiche dell'Unione economica e monetaria: i paradossi dell'EMU*, in AA.VV., *Ripensare le politiche economiche dell'Unione economica e monetaria*, a cura di Masera e Arcelli, Soveria Mannelli, 2017, p. 9 ss. ove si conclude che il track record dell'UEM è insoddisfacente e si ravvisa la necessità di anteporre il filtro macroprudenziale all'analisi ed alla condotta delle singole politiche economiche

[7]Cfr. PATTIPEILOHY - VAN DEN END, - TABBAE - FROST, - DE HAAN, *Unconventional Monetary Policy of the ECB during the Financial Crisis: An Assessment and New Evidence*, in *De Nederlandsche Bank Working Paper No. 381*, 2013; nonché ABBASSI - FECHT - BRÄUNING - PEYDRO, *Cross-Border Liquidity, Relationships and Monetary Policy: Evidence from the Euro Area Interbank Crisis*, in *Bundesbank Discussion Paper No. 45/2014*. Appare utile segnalate il tentativo di dimostrare come le operazioni non convenzionali decise dalla Banca centrale europea siano un caso "critico", "eccezionale", "decisivo", in senso schmittiano, perché derogano il diritto dei Trattati dell'Unione e la stabilità della moneta e dei prezzi, mettendo in gioco la questione della sovranità; cfr. BUFFONI, *La politica della moneta e il soggetto della sovranità: il caso "decisivo"*, in *Rivista AIC*, 2016, p. 33 ss.

[8]Cfr. CIOCCA, *La banca che ci manca*, 2014, Roma, p. VIII

[9]Rileva, in proposito, il recente contributo di IRRESBERGER - BIERTH - WEISS, *Size Is Everything: Explaining SIFI Designations*, in *Review of Financial Economics*, 2016, ove si affrontano le determinanti economiche per l'individuazione della importanza sistemica di un ente creditizio.

pea.[10] Da qui, il particolare rilievo ascritto – nelle motivazioni di cui trattasi - alla *cessione di sovranità* e, conseguentemente, al superamento dei tradizionali poteri riconosciuti alle autorità nazionali *in subiecta materia*; [11] di fondo, emergono le ragioni giustificatrici dell'adozione, da parte dei vertici UEM, di una forma di intervento pubblico unitario, destinata a recepire (*rectius*: consolidare) la positività di una «azione tempestivamente svolta dalla BCE … grazie al comportamento virtuoso del suo Presidente».[12]

Rilevano, dunque, le argomentazioni con le quali il Tribunale ha confutato le tesi della banca ricorrente; argomentazioni che, in primo luogo, confermano la validità dei criteri adottati dalla BCE per rilevare la significatività di un ente creditizio. Non è stata rilevata, nella fattispecie, né un'erronea interpretazione delle circostanze particolari che possono far ritenete «inappropriata» la classificazione della Landeskreditbank, né manifesti errori di giudizio; ciò con particolare riferimento alla necessità di attivare la BCE per conseguire gli obiettivi posti a fondamento dell'Unione Bancaria Europea.[13]

Quel che il Tribunale critica espressamente è il «postulato» secondo cui tali obiettivi - unitamente all'implementazione di elevati livelli di supervisione prudenziale - possono esser perseguiti attraverso l'azione diretta delle autorità tedesche (Paragrafo 104 della Sentenza). Sicché, nel provvedimento che si annota, si ravvisa la

[10]Cfr., per tutti, CAPRIGLIONE - TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Torino, 2014, p. 81 ss.; SEPE, *I mercati regolamentati*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, cit., p. 635 ss.

[11]Cfr. IBRIDO, *L'unione bancaria europea. Profili costituzionali*, Torino, 2017, ove il tema si affronta congiuntamente a quello del "verso" preso dal processo di integrazione costituzionale.

[12]Cfr., CAPRIGLIONE - TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, cit., p. 166. Si veda, inoltre, COSTA, *Il ruolo del Presidente della Banca centrale europea tra finzione tecnica e realtà politica*, cit., p. 72 ove si propone di riconoscere alla BCE il ruolo di «custode della costituzione economica» ed al suo presidente «un vero e proprio "potere di esternazione"».

[13]Cfr., sul punto, la riflessione di ARESTIS - MCCAULEY - SAWYER, *From Common Market to EMU: a Historical Perspective of European Economic and Monetary Integration*, in *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 263*, 1999, ove gli autori evidenziano che «since the establishment of the European Economic Community (EEC) in the late 1950s, attempts at monetary integration and ultimately monetary union, have tended to assume importance only as a result of financial crisis and becoming a vague objective as soon as the crisis recedes».

mancata proposizione di elementi idonei a sostenere le tesi poste a fondamento del ricorso,[14] cui fa riscontro la presenza di giustificazioni volte ad argomentare la decisione della BCE.[15] Da qui, l'esclusione nella fattispecie di ogni forma di sviamento di potere («*misuse of powers*», nel testo inglese) da parte di quest'ultima con riguardo alla applicazione della disciplina prevista per gli enti creditizi che detengono attività dal valore totale superiore ai trenta miliardi di euro (*i.e*. le cd. banche significative). Inoltre, non è ritenuta convincente dal Tribunale la rappresentazione della circostanza che «the prudential supervision by the German authorities had not been shown to have any shortcomings in the past» (Paragrafo 104 della Sentenza), ritenuta «irrelevant in the light of the wording of Article 70(1) of the SSM Framework Regulation» (Paragrafo 104 della Sentenza).[16]

Si versa, dunque, in presenza di un orientamento giurisprudenziale che interpreta il mercato interno come elemento centrale di una costruzione comune proiettata oltre il perimetro degli Stati novecenteschi. Solo una costruzione siffatta, del resto, rende possibile, per le autorità di supervisione, anteporre un filtro macroprudenziale all'analisi ed alla condotta delle singole politiche economiche nazionali; filtro che è stato suggerito dal Gruppo di lavoro De Larosiere per evitare di trascurare i rischi che hanno innescato la recente crisi finanziaria. [17]

3. La natura pubblica della Landeskreditbank e la presenza dello Stato negli as-

[14]Quel che la ricorrente avrebbe, invece, dovuto dimostrare è il fatto che la supervisione nazionale «would be better able to attain the objectives of the Basic Regulation than direct supervision by the ECB» e, invece, «the applicant does not highlight any arrangement or collaboration between the authorities of Baden-Württemberg and the German authorities that might make cooperation easier with them than with the ECB»; cfr. Paragrafi 108 e 111 della Sentenza.

[15]Cfr. LAMANDINI - RAMOS MUÑOZ - SOLANA, *Depicting the Limits to the SSM's Supervisory Powers: The Role of Constitutional Mandates and of Fundamental Rights' Protection*, in Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, a cura della Banca d'Italia, no. 79, 2015, p. 24 ss. ove si affront ail tema della distribuzione verticole delle competenze.

[16]Del resto, è diffusa la tesi secondo cui gli uomini la cui funzione è di difendere i valori eterni e disinteressati, come la giustizia e la ragione, non devono tradire questa funzione a vantaggio di interessi pratici; cfr. BENDA, *La Trahison des clercs*, 1958, p. 1

[17]Cfr. KAPP, *The Optimal Size of the European Stability Mechanism: A Cost Benefit Analysis*, in *De Nederlandsche Bank Working Paper No. 349,* August 21, 2012.

setti proprietari della stessa, ad avviso del Tribunale, non sono considerati idonei presupposti di una possibile sua esenzione dall'ambito di applicazione della vigilanza prevista dal *single supervisory mechanism*.[18] Non v'è dubbio che il Tribunale perviene a tale conclusione nel riferimento ai contenuti dispositivi del Regolamento (UE) 1024 del 2013; non sussistono, infatti, motivi che ostano all'inquadramento della banca in parola tra gli «enti significativi», anche se il processo costitutivo della medesima è riconducibile al «Paragraph (1) of the Law on the Baden-Wurttemberg regional credit bank» e, dunque, essa viene qualificata come «legal person governed by public law and wholly owned by the Land (State) of Baden-Wurttemberg» (Paragrafo 1 della Sentenza).

Nel rigettare la tesi del ricorrente il Tribunale si giova dell'espressa previsione normativa in base al quale la dizione «circostanze particolari» (che, a fronte di una lettura congiunta dell'art. 6 del Regolamento UE n. 1024 del 2013 e degli artt. 70 e 71 del Regolamento UE n. 468/2014 della Banca Centrale Europea, avrebbero reso «inappropriata» la classificazione della stessa come ente significativo[19]) deve esser interpretata in modo restrittivo, ponendosi nel solco interpretativo che ritiene le predette caratteristiche (*i.e.* personalità e proprietà pubblica) non valutabili positivamente ai fini della valorizzazione della funzione imprenditoriale bancaria e, dunque, in vista della affermazione di un mercato creditizio come competitivo.[20]

Del resto, sulla base dell'esperienza italiana, appare difficile ritenere che

[18]In particolare, quel che viene in prima considerazione è il rigetto della contestazione secondo cui non sarebbe opportuna l'operatività diretta degli organi della BCE nei confronti di una banca che, per personalità e proprietà pubbliche, dovrebbe restare ancorata ad una supervisione domestica, in quanto l'intervento europeo non riuscirebbe a garantire l'applicazione coerente di standard di vigilanza elevati, richiesta dal quadro normativo di riferimento. Si veda, sul punto, FERRARINI, *Single Supervision and the Governance of Banking Markets*, in *ECGI - Law Working Paper No. 294*, 2015, p. 7 ss. con riferimento alla «supervisory centralisation in the Eu».

[19]Cfr. BRANCOLI, *Il meccanismo unico di vigilanza bancaria: dalla teoria alla pratica*, in *Mercato concorrenza regole*, 2016, p. 461 ss.

[20]Cfr. per tutti CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994, p. 1 ss. e p. 235 ove l'Autore richiama le conclusioni raggiunte nel precedente lavoro sull'intervento pubblico e l'ordinamento del credito ove si rappresentava l'esigenza di pervenire ad un equilibrato e razionale punto di incontro tra momento interventistico pubblico ed autonomia, coerente con la visione del mercato posta a fondamento della disciplina giuridica del fenomeno finanziario.

l'utilizzo dello strumento creditizio da parte dei pubblici poteri si conformi ai pervasivi vincoli europei in materia di concorrenza e di aiuti di stato.[21] Quel che il Tribunale vuole evitare, dunque, è la necessità di dover adattare il SSM alle realtà nazionali che ascrivono peculiare rilievo alla natura pubblica dell'ente bancario; adattamento che sarebbe destinato ad incidere sia sulla supervisione, sia sulla risoluzione.

Diversamente l'eventuale accettazione delle caratteristiche indicate dalla ricorrente dovrebbe estendersi anche alla disciplina di attuazione della Direttiva 2014/59/UE (cd. BRRD);[22] ciò, con l'ovvio effetto di introdurre una *significativa* discontinuità nella distribuzione del rischio di controparte nel mercato di riferimento (e, quindi, una disparità concorrenziale poco compatibile con le opzioni poste a fondamento dell'Unione Bancaria Europea[23]).

Non ha riscontro, in definitiva, nell'impostazione europea la *soglia di pubblicizzazione* e, quindi, il superamento della stessa non può esser in alcun modo addotto al fine di escludere una banca dall'applicazione del SSM (o del SRM) per rimanere destinataria dei controlli a quest'ultimo previgenti.

4. Di significativo interesse è la posizione teorica cui perviene il Tribunale europeo, in quanto l'analisi della fattispecie consente al giudice di concludere che, dopo l'adozione del Regolamento UE n. 1024 del 2013, la supervisione nazionale è una modalità di attuazione decentrata di una competenza esclusiva della Banca Centrale Europea. Tale tesi giustifica il rifiuto dell'ipotesi concernente la compresenza di due forme d'intervento: l'una europea (per gli enti creditizi significativi) e l'altra domestica (per gli altri), confermando con riguardo all'esercizio della supervisione la unicità

[21]Cfr. SICLARI, *Le privatizzazioni nel diritto dell'economia*, in AA.VV., *Corso di diritto pubblico dell'economia*, a cura di Pellegrini, cit., p. 415 ss.
[22]Cfr. ROSSANO D., *La nuova regolazione delle crisi bancarie. Risoluzione e tecniche di intervento*, Milano, 2017, p. 57 ss.
[23]Rileva, al riguardo, l'impostazione dello studio KOETTER - PODLICH - WEDOW, *Inside Asset Purchase Programs: The Effects of Unconventional Policy on Banking Competitioni*, in *ECB Working Paper No. 2017*, 2017 ove gli Autori sis ono proposti di verificare «if unconventional monetary policy instruments influence the competitive conduct of banks».

del *comando* alla nominata autorità finanziaria posta al vertice dell'UEM.[24]

Sicché, i contenuti dispositivi dell'art. 6 del Regolamento UE n. 1024 del 2013 sono ricondotti ad unitarietà in un meccanismo (*rectius*: un'organizzazione) di nuovo tipo, fondato su specifici presidi che vanno dal «dovere di cooperazione in buona fede» all'«obbligo di scambio di informazioni» (o, più esattamente, all'obbligo per le autorità nazionali di fornire alla BCE tutte le informazioni necessarie per l'assolvimento dei compiti attribuiti alla stessa). Vengono, dunque, in considerazione le forme di assistenza (*rectius*: collaborazione) che le autorità nazionali competenti devono prestare alla BCE nella preparazione e nell'attuazione degli atti inerenti ai compiti di cui all'articolo 4 del Regolamento in parola, compreso il supporto nelle attività di verifica; e ciò, con riferimento a tutti gli enti creditizi. [25]

Se ne deduce, inoltre, la esplicitazione di un «criterion for distribution of the roles within the SSM», che si individua nella significatività (o meno) dell'ente creditizio, da valutarsi con riferimento alla *size*, alla *importance for the economy of the Union* ed alla *significance of cross-borders activities* (Paragrafo 26 della Sentenza). Sono, queste, indicazioni particolarmente rilevanti al fine di valutare le modalità applicative del meccanismo di vigilanza unico e, dunque, la grande portata innovativa al medesimo ascrivibile nella definizione del controllo pubblico *in subiecta materia*.

Per vero, la linea argomentativa della banca si è limitata ad asserire che la mera supervisione delle autorità nazionali poteva esser sufficiente in considerazione del basso profilo di rischio che caratterizza l'attività in concreto esercitata. Tuttavia

[24]Si versa, dunque, in presenza di un approccio che valorizza l'impostazione sistemica della vigilanza finanziaria che compete al *network* composto dalla BCE e dalle autorità nazionali competenti; cfr. CAPRIGLIONE - SACCO, *Politica e finanza nell'Unione Europea*, Torino, 2015, p. 115 ss.

[25]Cfr., per una prima lettura, BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in *Banca impresa società*, 2015, p. 73 ss. e, in particolare, pp. 80 - 83 ove si presenta un'ipotesi ricostruttiva dei rapporti fra Bce e autorità nazionali competenti ove, secondo l'A. il regolamento n. 1024 sembra adottare l'opzione secondo cui si lascia «la vigilanza sulle banche "locali" alle autorità nazionali», all'uopo precisando che «ciò non significa che le autorità competenti nazionali perdono ogni potestà … esse hanno un ruolo importante nel nuovo sistema di vigilanza unico».
Si veda, altresì, TROIANO, *Interactions between EU and National Authorities in the new structure of EU financial system sypervision*, in *Law and Economics Yearly Review*, 1, 2012, p. 104 ss.

tale linea non trova alcun fondamento nel quadro normativo di riferimento (che prevede ben altri presupposti per il coinvolgimento delle autorità nazionali). Per converso, quel che la banca avrebbe dovuto dimostrare è la contrarietà, nella fattispecie, del meccanismo unico agli obiettivi della costruzione comune; dimostrazione non ipotizzabile ove si abbia riguardo al processo costitutivo dell'Unione bancaria europea che ha inteso superare il mero criterio dell'armonizzazione normativa, per sostituirlo con l'altro ben più pervasivo dell'unitarietà delle forme di controllo.[26]

Ciò posto, è bene concludere sottolineando la inaccettabilità dell'ipotesi secondo cui la classificazione della banca come ente *non significativo* avrebbe legittimato il ripristino della competenza dell'autorità tedesca. E' evidente come - è bene ribadirlo ancora - la tesi del ricorrente esprima - attraverso un non riuscito tentativo di una valorizzazione del principio di proporzionalità[27] - un sorta di rifiuto della cessione (di sovranità) avvenuta in favore della BCE per ipotizzare la sostituzione del potere di quest'ultima previo riconoscimento di compiti propri in capo alle autorità nazionali preposte al settore del credito.

5. E' una limitativa interpretazione della sentenza che si è esaminata quella che ne circoscrive la portata al riconoscimento del decisivo ruolo della BCE in campo creditizio e finanziario, oltreché monetario. Una lettura siffatta della decisione che si è annotata - pur rispondente all'esigenza di evidenziare i risultati raggiunti dalla BCE in questi anni attraverso la tutela della stabilità dei prezzi, il supporto all'economia (pubblica e privata), la cura del sistema finanziario (sino ad evitarne l'illiquidità e a contrastarne il ridimensionamento dei valori) - ridimensiona l'innovazione sottesa

[26]Cfr. AMOROSINO, *I modelli ricostruttivi dell'ordinamento amministrativo delle banche: dal mercato "chiuso" alla "regulation" unica europea*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2016, p. 39 ss.
[27]La banca ricorrente, infatti, rifiuta l'interpretazione secondo cui il Regolamento UE n. 1024 del 2013 avrebbe attribuito alla BCE tutti i compiti di supervisione (indicati nel relativo art. 4) su tutti gli enti creditizi. Per converso, essa sostiene che si versi in presenza di un'applicazione del principio di sussidiarietà e, quindi, che il trasferimento delle competenze alla BCE riguarda solo gli enti significativi, mentre la vigilanza prudenziale sugli enti non significativi rimane nelle competenze delle autorità nazionali; cfr. Paragrafo 35 della Sentenza

all'intero *iter* evolutivo della regolazione bancaria successivo ai noti eventi di crisi registrati a partire dal 2007.[28]

Non v'è ormai dubbio che l'implementazione dell'Unione bancaria europea sia stata «una sfida per un'Europa più unita»,[29] pertanto appare di particolare interesse la risposta del Tribunale all'inaccettabile tentativo di fuga della banca tedesca (che dà contenuto alla sentenza che si è annotata). Si è evidenziata una omogeneità di vedute da parte degli organi dell'UE che - ai tempi del Brexit - conforta chi auspica una maggiore integrazione volta a favorire la coesione socio-economica (e, per tal via, l'implementazione di meccanismi di mercato in grado di assicurare la massimizzazione del benessere dei cittadini europei). Ciò, in una prospettiva che appare destinata a superare ogni generalizzato tentativo di far riferimento al principio di sussidiarietà per giustificare il desiderio di restare ancorati ad una dimensione domestica.

Quel che resta da verificare, dopo l'avvio di un percorso della BCE verso un effettivo *central banking*, è il completamento dell'Unione bancaria europea attraverso l'introduzione di forme di tutela dei depositi disposte a livello generale per tutti gli Stati membri. E' *forse* questa la via da seguire per il conseguimento di forme di integrazione più congrue, idonee cioè a risolvere i problemi generali di finanza pubblica e quelli dettagliati di politica sociale.[30]

Valerio Lemma

Ordinario di Diritto dell'economia

nell'Università degli Studi "Guglielmo Marconi" di Roma

[28]Cfr. IBRIDO, *Le nuove procedure di "accountability" democratica nel quadro del secondo pilastro della "Banking Union"*, in *Quaderni costituzionali*, 2016, p. 377 ss.; nonché PIERINI, *Unione bancaria europea e mercato unico dei servizi finanziari. Dinamiche di integrazione e limiti del processo di federalizzazione delle funzioni in materia di vigilanza e risoluzione delle crisi bancarie*, in *Costituzionalismo.it*, 2016, p. 76 ss.

[29]Cfr. CAPRIGLIONE, *L'Unione bancaria europea*, Torino, 2013, *passim*

[30]Singolare notare che tali problemi furono apertamente posti dal professor Milton Friedman, all'Institute of Economics Affairs of London, il 31 agosto ed il 1° settembre del 1976; cfr. FRIEDMAN, *From Galbraith to Economic Freedom*, London, 1976, *passim*