

Quaderni giuridici

A 20 anni dal TUF (1998–2018): verso la disciplina della Capital Market Union?

Atti del convegno Banca d'Italia – Consob

Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

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

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

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

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

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Simone Alvaro, Concetta Brescia Morra, Nadia Linciano, Rossella Locatelli, Caterina Lucarelli, Marco Maugeri, Francesco Nucci, Francesco Saita, Umberto Tombari, Marco Ventoruzzo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera, Walter Palmeri, Fabio Vasselli

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Marchesi Grafiche Editoriali Spa (Roma)

www.marchesigrafiche.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

A 20 anni dal TUF (1998–2018): verso la disciplina della *Capital Market Union*?

Atti del convegno Banca d'Italia – Consob

Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018

L'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza (TUF) il 1° luglio 1998 fu l'occasione per riunire in un unico corpo normativo disposizioni sparse in diverse e numerose sedi legislative. La nuova disciplina fu improntata alla più ampia delegificazione; si caratterizzò per una compiuta privatizzazione dei mercati e per l'estensione dell'oggetto della disciplina delle società quotate, dalla materia della trasparenza a quella della *governance*.

Dopo l'approvazione del TUF, gli interventi normativi in materia finanziaria vi confluirono pressoché tutti, integrandone e ampliandone la portata. Nel complesso, risultarono accresciuti i poteri della Consob così come la tutela dei risparmiatori, anche se, in sostanza, l'impianto restò immutato quanto a obiettivi di vigilanza e dosaggio tra norme primarie e secondarie.

Con l'istituzione delle c.d. ESAs la situazione è mutata radicalmente. Un sempre maggior peso è andata acquistando la disciplina dell'Unione direttamente applicabile, rispetto a quella nazionale.

A vent'anni dall'entrata in vigore del TUF, il Quaderno, che raccoglie relazioni e interventi tenuti in occasione del convegno organizzato il 6 novembre 2018 dalle Avvocature della Banca d'Italia e della Consob, si pone il problema se la disciplina recata dal Testo Unico sia ancora attuale, o se non sia, invece, giunto il momento di iniziare a ragionare su di un Testo Unico della Finanza Europeo, anche in virtù delle iniziative di recente assunte dalla Commissione europea.

Il Quaderno fa innanzitutto il punto sull'evoluzione della disciplina dei mercati finanziari, dalla sintesi delle numerose leggi in materia realizzata dal TUF fino agli ultimi sviluppi della legislazione dell'Unione in materia bancaria e finanziaria.

Tocca poi gli aspetti più significativi e attuali della disciplina: dall'attività non bancaria svolta dalle banche – anche alla luce del nuovo contesto europeo rappresentato dal Meccanismo Unico di Vigilanza – alla trasparenza e correttezza nei mercati finanziari e ai profili (interno, della composizione e funzione degli organi sociali, ed esterno, dei rapporti con gli azionisti e degli altri *stakeholder*) sotto cui può essere riguardata la *governance* di intermediari ed emittenti.

Infine, il Quaderno tratta il ruolo della Commissione europea e delle ESAs nell'armonizzazione delle regole e del residuo margine di manovra conseguentemente lasciato al legislatore nazionale, degli accresciuti compiti dell'ESMA alla luce del progetto di riforma delle ESAs, nonché del ruolo delle corti europee e nazionali nella definizione dei principi applicabili alle sanzioni in materia di abusi di mercato.

La raccolta degli atti del convegno viene pubblicata sia nella collana dei *Quaderni di ricerca giuridica* della Banca d'Italia sia nella collana dei *Quaderni giuridici* Consob.

I contributi dei relatori, in quanto *invited pieces*, non sono stati oggetto di revisione da parte del Comitato di Redazione.

* * * * *

The entry into force of the Consolidated Law on Finance (Testo Unico della Finanza, TUF), on 1st July 1998, seized the opportunity to gather into a single set of rules those provisions scattered in different and many venues. The new set of rules was inspired to the widest deregulation; the market's privatization as well as the extension of listed companies' discipline, from transparency to corporate governance, have been its main distinctive features.

Almost all the subsequent financial regulatory additions have been inserted in the TUF, after its entry into force, complementing and expanding its scope. Whilst the general purposes of the supervision as well as the balance between primary and secondary laws remained unchanged, both the Consob's powers and the protection of savers were increased.

After the introduction of the ESAs, the situation radically changed. Directly applicable Union law gained more importance *vis-à-vis* domestic law.

Twenty years after the TUF's entry into force, this Volume, which collects reports and speeches held during the conference organized on 6 November 2018 by the Legal Departments of the Banca d'Italia and the Consob, raises questions whether the Italian Consolidated Law on Finance framework has to be considered still adequate or, on the contrary, time has come for starting to explore the idea of a European Consolidated Law on Finance.

The Volume primarily focuses on the evolution of financial markets' regulation, starting from the gathering in a unique venue (the TUF) of the many relevant laws, until the latest developments on banking and finance Union laws.

The Volume then explores the most current and significant aspects of such provisions: non-banking activities carried out by banks (also in light of the new SSM context), transparency and fairness rules in financial markets as well as intermediaries' and issuers' corporate governance profiles, internal composition and functioning of corporate bodies, and their relationship *vis-à-vis* shareholders and other stakeholders.

Finally, the Volume analyses the role played by both ESAs and the European commission in the process of harmonization of rules and the consequent residual leeway left to domestic legislators, as well as ESMA's increased functions in light of the new ESAs' framework proposal reform and the role played by European and domestic courts in defining the principles applicable to administrative sanctions for market abuse.

Sommario

| | |
|--|----|
| Indirizzo di saluto Ignazio Visco <i>Governatore di Banca d'Italia</i> | 9 |
| Indirizzo di saluto Anna Genovese <i>Presidente Vicario della Consob</i> | 13 |
| PRIMA SESSIONE | 19 |
| Intervento di apertura Renzo Costi | 21 |
| Dal decreto Eurosim alla “legge Draghi”: la costruzione di una disciplina unitaria del mercato mobiliare e i principi che l’hanno ispirata Gaetano Presti | 25 |
| Il Testo Unico della Finanza 20 anni dopo Guido Ferrarini | 37 |
| SECONDA SESSIONE | 55 |
| Banche e mercati finanziari: l’attività non bancaria delle banche tra TUF e Meccanismo di vigilanza unico Olina Capolino | 57 |
| I principi di trasparenza e correttezza nei mercati finanziari: la loro rilevanza nelle norme e nella giurisprudenza nazionale ed europea Salvatore Providenti | 75 |
| In principio sono sempre le funzioni Mario Stella Richter <i>Jr</i> | 91 |

| | |
|---|-----|
| TERZA SESSIONE | 103 |
| Intervento di apertura | |
| Francesco Vella | 105 |
| Brevi note in tema di espansione, finalità e limiti del diritto euro-unitario dei mercati finanziari | |
| Luca Enriques | 109 |
| Uno sguardo al futuro dell'architettura di vigilanza europea (tra CMU e progetti di riforma del SEVIF) | |
| Marco Lamandini e Raffaele D'Ambrosio | 117 |
| | |
| INTERVENTI E DISCUSSIONE | 129 |
| Intervento | |
| Eugenio Fusco | 131 |
| La tenuta del doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato di fronte al principio del <i>ne bis in idem</i> europeo e convenzionale | |
| Antonella Valente | 139 |

A 20 anni dal TUF (1998-2018):

verso la disciplina della Capital Market Union?

Interventi di apertura

Indirizzo di saluto del Governatore della Banca d'Italia

Ignazio Visco

Indirizzo di saluto del Presidente Vicario della Consob

Anna Genovese

Uno sguardo al futuro dell'architettura di vigilanza europea (tra CMU e progetti di riforma del SEVIF)

Marco Lamandini (*) e Raffaele D'Ambrosio (**)

1 Alcune (ovvie) premesse

Non è facile offrire – specialmente in una fase come l'attuale, in cui si è quasi al termine del mandato dell'attuale Parlamento Europeo e la proposta di riforma delle autorità di vigilanza europea¹ è messa in discussione, nel dibattito politico, sotto molteplici aspetti, con conseguenti incertezze sulle sue stesse chances di approvazione – una credibile prognosi sul futuro dell'architettura di vigilanza europea.

Quel che è certo è che tale architettura, per sua natura, è e resta in costante evoluzione, e che questo processo evolutivo, pur dovendo rimanere necessariamente coerente con il principio di sussidiarietà, è nella direzione di una crescente integrazione della vigilanza finanziaria nell'ambito europeo e di un rafforzamento dei poteri di tutte e 3 le agenzie europee facenti parte del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF). Ciò, tuttavia, con variazioni e adattamenti, in relazione a ciascuna di esse, imposti non solo dalle peculiarità di ciascuno dei tre settori e dal diverso grado di armonizzazione raggiunto dagli stessi ma anche dalla complessità del dibattito politico di questi anni e dai compromessi frutto di esso.

Tre sono, a nostro giudizio, le questioni chiave che costituiscono le principali sfide in questa congiuntura, e che pure sembrano insufficientemente riflessi nella proposta di riforma:

- a) come riconciliare, sia a livello di regolamentazione, anche delegata, in materia finanziaria sia sul piano della vigilanza, politiche di mercato unico (che possono sintetizzarsi nell'esigenza di assicurare parità di condizioni competitive di mercato fondate su un corpus unico di norme), con quel grado di flessibilità che

(*) Professore ordinario di diritto Commerciale, Università degli Studi di Bologna.

(**) Avvocato, Banca d'Italia.

1 Cfr. COM (2017) 536 final. Il presente scritto si riferisce alla situazione esistente alla data dell'1 novembre 2018. La proposta è stata approvata con significative modifiche che ne hanno parzialmente ridotto la portata originaria nella primavera 2019.

risulti sufficiente ad «accomodare», al tempo stesso, fondamentali diversità tuttora insite sia in perduranti differenti strutture di mercato nazionali sia in diseguali condizioni macroeconomiche dei singoli Stati membri (che si riflettono anche in una ben diversa consistenza dei problemi di c.d. *legacy*, specie nel divario tra nord e sud Europa, i quali, a loro volta, incidono in modo significativo, nel contesto politico, sulla stessa praticabilità di riforme che pur tecnicamente risultano chiaramente necessarie);

- b) come riconciliare, sia a livello regolamentare sia sul piano della vigilanza diretta, le politiche e i mandati micro-prudenziali con quelli macro-prudenziali e monetario (essendovi, ad esempio, un evidente *trade off* tra l'imporre il conseguimento di rafforzati requisiti di capitale in una prolungata fase recessiva e una politica monetaria espansiva o tra la spinta all'emissione e collocamento di titoli MREL e la contropinta rappresentata dalle esigenze di tutela dell'investitore rispetto a prodotti complessi);
- c) se conservi significato, dopo la fase iniziale di avvio delle 3 agenzie europee di supervisione finanziaria, insistere con un modello istituzionale di architettura di vigilanza unitario, una volta che lo stesso è risultato nei fatti disatteso poco dopo l'adozione dei rispettivi regolamenti istitutivi, per effetto del ruolo di vigilanza diretta che l'AESFM ha assunto nei confronti delle agenzie di rating e dei *trade repositories*.

Sempre a modo di premessa di contesto, occorre al contempo aver presente, nel considerare il ridisegno in corso dell'architettura di vigilanza, che l'integrazione del mercato finanziario europeo è il fulcro del mercato unico e dell'Unione economica e monetaria; è più facile svolgere attività finanziarie transfrontaliere, se tali attività sono soggette ad una regolamentazione e ad una vigilanza coerenti in tutti gli Stati membri (ciò che costituisce il presupposto di una parte della regolamentazione europea in materia, che è espressione di una logica di mercato unico). Ma, oltre agli indubbi vantaggi che essa reca, l'integrazione finanziaria apre anche canali di contagio tra gli Stati membri in caso di shock, di modo che una regolamentazione e una vigilanza inadeguate in uno Stato membro divengono fonte di rischio per investitori e partecipanti ai mercati finanziari di altri Stati membri (ciò che costituisce il presupposto di altra parte della regolamentazione europea in materia, che è espressione di una logica di stabilità finanziaria).

Nel valutare l'architettura di vigilanza occorre, infine, considerare che, quando la crisi finanziaria è divenuta una crisi del debito sovrano nell'Eurozona, è risultato chiaro che, per gli Stati membri che condividevano l'euro, era necessaria un'integrazione più profonda del sistema bancario e della sua vigilanza: ciò che ha determinato, *a latere* del SEVIF, la costituzione del Meccanismo di vigilanza unico e del Meccanismo unico di risoluzione. Un'opera, questa, rimasta peraltro incompiuta, atteso che allo stato il c.d. terzo pilastro (quello della garanzia dei depositi) è ancora mancante. I sistemi di garanzia dei depositi sono, infatti, ancora nazionali, e conseguentemente sono insufficienti sia la loro dotazione sia la loro capacità di dispersione geografica del rischio. La proposta "di compromesso" avanzata da ultimo dalla Commissione per la creazione di un sistema europeo di assicurazione dei

depositi, con ri-assicurazione e successiva co-assicurazione, è emblematica, nella sua "debolezza", del ritardo politico che sta segnando il completamento dell'Unione bancaria, con inevitabili riflessi anche sul progresso del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali.

2 Unione bancaria e Unione dei mercati dei capitali raccontano due storie diverse

Per quanto permangano non trascurabili complessità nel completamento dell'Unione bancaria e nella piena attuazione delle due componenti di essa – il Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU) e il Meccanismo di Risoluzione Unico (MRU) – già istituite, deve riconoscersi che la costruzione di una Unione dei mercati dei capitali pone sfide ancora maggiori e ancora più complesse.

Mentre, infatti, l'Unione bancaria ha potuto contare su una maggiore omogeneità del quadro normativo sottostante alla vigilanza delle banche, su una Istituzione come la Banca Centrale Europea e su una base giuridica *ad hoc* (l'art. 127(6) TFEU), non così avviene per l'Unione dei mercati dei capitali, dove da un lato permane ancora una notevole disomogeneità del diritto sostanziale sottostante, in ragione della eterogeneità dei segmenti in cui si articola il mercato stesso, e, dall'altro lato, resta il dubbio se la base giuridica dell'istituzione dell'autorità ad esso proposta (l'art. 114 TFUE) consenta l'attribuzione a quest'ultima di adeguati poteri di vigilanza, oltretutto normativi o comunque di armonizzazione delle regole e prassi di vigilanza anche attraverso strumenti di c.d. *soft law* (si pensi ai poteri di raccomandazione e di orientamento delle Autorità europee di vigilanza e ai vari strumenti di armonizzazione non codificati quali, ad esempio, le risposte a quesiti).

In altre parole, conseguire l'Unione bancaria è (seppur, sempre, in termini relativi, come vedremo tra breve) opera assai più semplice della realizzazione dell'Unione dei mercati dei capitali, perché l'attività bancaria è regolata da un diritto sostanziale fondamentalmente omogeneo (seppur in parte ancora composto da leggi nazionali traspositive di direttive, la CRD IV e la BRRD), basato sugli standard di Basilea² e sui *Key attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*. In secondo luogo, sebbene possano residuare dubbi sulla conformità all'art. 127(6) TFUE della portata e ampiezza dei compiti di vigilanza trasferiti alla BCE, non è in discussione l'idoneità in sé di tale norma a fondare tale trasferimento di poteri³, laddove, invece, la citata base giuridica dell'istituzione dell'autorità unionale preposta ai mercati (l'AESFM) e i principi costituzionali fin qui applicati dalla CGUE (*balance of powers* e rispetto delle prerogative giurisdizionali della Corte) pongono problemi sia quanto alla possibilità di conferire all'AESFM poteri di vigilanza puntuali sia, soprattutto, di c.d. «*Meroni compliance*», per quanto attiene all'esercizio di poteri

2 Sebbene, finora, non si ravvisi uno spazio sufficiente per calibrazioni basate sulla proporzionalità, le iniziative di riforma del c.d. "*Risk Reduction Package*" pongono, almeno parzialmente, rimedio a tale inconveniente.

3 La questione sollevata da *Europolis Gruppe* riguardo all'istituzione del MVU e dell'attribuzione di poteri di vigilanza alla BCE (*Bundesverfassungsgericht*, 2 BvR, 1685/14) riguarda, infatti, l'ordinamento costituzionale tedesco e non già il diritto dell'Unione.

discrezionali; problemi che non si pongono, invece, in tutta evidenza, rispetto alla funzione di supervisione bancaria esercitata dalla BCE.

Alla prova dei fatti, comunque, il Meccanismo Unico di Vigilanza sembra essersela cavata piuttosto bene, offrendo un esempio di successo di cooperazione rafforzata. La realizzazione di un mercato europeo bancario "a due velocità", nel quale (solo) nell'Unione monetaria la vigilanza è centralizzata sembra rappresentare, allo stato dei fatti, un vantaggio competitivo, a giudicare dal recente trasferimento di Nordea dalla Svezia alla Finlandia per accedere in tal modo alla vigilanza diretta della BCE.

Ciò, peraltro, non significa che l'Unione bancaria non ponga sfide, anche di natura giuridica, per certi aspetti inedite. Se ne segnalano di seguito alcune.

Si pone, innanzitutto, la questione relativa all'applicazione da parte della BCE delle leggi nazionali traspositive di direttive, la quale può portare, a volte, a risultati divergenti, a causa di preferenze nazionali radicate nelle leggi (e nelle disposizioni secondarie di esse attuative) dei diversi Stati membri partecipanti al MVU, che la BCE è chiamata ad applicare, come avviene, ad esempio, nella valutazione dei requisiti di c.d. *fitness and propriety* degli esponenti aziendali⁴. Va, tuttavia, osservato che la questione non sembra destinata a restare specifica del diritto bancario dell'Unione, atteso che, nel progetto di riforma del SEVIF proposto dalla Commissione, si propone che anche l'AESFM possa in futuro applicare discipline nazionali di attuazione della direttiva AIFMD ove applicabili agli ELTIF; e che, in una nuova versione del progetto di riforma, che accentra presso l'ABE competenze, in buona parte nuove, in materia di antiriciclaggio⁵, l'ABE avrebbe poteri sostitutivi delle autorità nazionali, non solo con riguardo alle misure previste dal diritto dell'Unione, ma anche con riguardo a quelle previste dal diritto nazionale traspositivo⁶.

In secondo luogo, delicati problemi sorgono con riguardo ai procedimenti amministrativi c.d. composti (siano essi a composizione "verticale", quando intervengono sia la BCE sia le autorità nazionali competenti, siano essi a composizione "orizzontale" quando intervengono sia la BCE sia il Comitato di risoluzione unico) e al controllo giurisdizionale degli atti finali e di quelli endoprocedimentali⁷.

4 C'è da dire che la BCE si è fatta carico dell'esigenza di armonizzare i criteri di valutazione dei requisiti di *fitness and propriety* degli esponenti aziendali, adottando in proposito un'apposita *Guide to fit and proper assessment* del maggio 2017. La *Guide* tuttavia non può sostituirsi alle previsioni contenute nel diritto nazionale come risulta dal § 2.4. della stessa, laddove si chiarisce che le *policies* sui criteri di valutazione del *fit and proper* "are adopted without prejudice to national law and in compliance with the EBA Guidelines" e che solo "in the absence of contradictory binding national law, they should be adhered to by the ECB and NCAs".

5 Cfr. COM (2018) 646 final.

6 Cfr. il nuovo testo dell'art. 17 paragrafi 6 e 7, in relazione all'art. 9b, contestualmente introdotto, reg. ABE.

7 Con sentenza del 19.12.2018, resa sul caso C-219/17, *Fininvest*, la GCUE ha chiarito (cfr. § 60) che "l'articolo 263 TFUE deve essere interpretato nel senso che esso osta a che gli organi giurisdizionali nazionali esercitino un controllo di legittimità sugli atti di avvio, preparatori o di proposta non vincolante adottati dalle ANC nell'ambito della procedura prevista agli articoli 22 e 23 della direttiva CRD IV, all'articolo 4, paragrafo 1, lettera c), e all'articolo 15 del regolamento MVU, nonché agli articoli da 85 a 87 del regolamento quadro sull'MVU, e che è al riguardo irrilevante la circostanza che un giudice nazionale sia stato investito di un'azione specifica di nullità per asserita violazione del giudicato formatosi su una decisione giudiziaria nazionale".

In terzo luogo, si pone il problema relativo al riparto di competenze tra la BCE e l'ABE (e qui vi è da chiedersi, per citare uno soltanto dei diversi problemi sul tappeto, se davvero la «nuova» competenza, attribuita all'ABE nella proposta di riforma della Commissione, di pianificazione delle priorità di vigilanza sarebbe una minaccia all'indipendenza della BCE⁸, o l'analoga nuova competenza dell'AESFM una minaccia per BaFIN, come il dibattito, tecnico e politico, sulla riforma stessa sembrerebbe talora suggerire).

In quarto luogo, appare problematica l'assunzione da parte di BCE di poteri non formalmente attribuiti, quali quelli spettanti secondo il diritto nazionale non traspositivo di direttive alle autorità nazionali, ma che la BCE ha ritenuto, ciononostante, ad essa implicitamente trasferiti, in quanto comunque inerenti, per finalità, al più efficace esercizio dei propri compiti di vigilanza micro-prudenziale (secondo quanto sostenuto dalla BCE stessa, con l'avallo della Commissione, nelle comunicazioni alle banche vigilate, già nel marzo 2017). Ciò che, da un lato, accresce il rischio che la stessa autorità (la BCE) applichi «pesi e misure» diverse alle banche da essa vigilate come "effetto riflesso" dell'applicazione congiunta dei diversi diritti nazionali e dell'art. 9 del regolamento (UE) n. 1024/2013, e dall'altro distoglie la BCE medesima – per la gran mole di decisioni che si vede costretta a dover assumere – dai più rilevanti dossier di vigilanza⁹.

A sua volta, anche il Meccanismo Unico di Risoluzione, pur essendo stato costituito "dal nulla" con apprezzabile successo, ha avuto, con la sua prima risoluzione (quella del Banco Popular), un vero e proprio "battesimo di fuoco" (oltre 100 ricorsi pendenti alla Corte di Giustizia), ad indicare che nulla di semplice vi è nella costruzione e supervisione di un mercato finanziario genuinamente integrato.

Come si è accennato, tuttavia, l'Unione dei mercati dei capitali è un ben più difficile "mosaico" da comporre. Ciò non di meno, anche in questo contesto vi sono, a nostro giudizio, diverse buone ragioni per muovere speditamente verso un meccanismo di vigilanza unico, che adotti, tuttavia, un modello «*hub and spoke*» capace di valorizzare, meglio di quanto non sia accaduto con il meccanismo unico di vigilanza, le competenze delle autorità nazionali e non pretenda di riprodurre pedissequamente né il modello del Meccanismo Unico di Vigilanza proprio dell'Unione bancaria (di cui non condivide, peraltro, come detto, neppure la stessa base giuridica)

8 Cfr. l'Opinion della BCE sulla riforma del regolamento istitutivo dell'ABE (parte della riforma del SEVIF) che, al § 2.2, sottolinea, tra l'altro, come "*conferring strategic planning powers on the EBA is inappropriate in this context. Identifying micro-prudential trends, potential risks and vulnerabilities for financial institutions, and defining respective strategic supervisory priorities, are core supervisory tasks that should be carried out by the competent micro-prudential supervisory authority, and not the EBA in its function as a standard-setting regulator*".

9 La delega di poteri ai responsabili delle business area interne della BCE medesima, pone, per come realizzata più problemi di quanti ne intenda risolvere. La cornice normativa alla base di siffatta delega prevede, infatti, che quest'ultima sia conferita dal Consiglio direttivo a unità interne della BCE individuate poi dal Comitato esecutivo. In realtà, sorge il dubbio, del tutto legittimo, che, alla luce dall'art. 26(8) reg. MVU, il Consiglio direttivo non possa delegare detto potere ma, al più, solo quello di opporre alle bozze di decisioni del Consiglio di vigilanza "*monetary policy concerns*". In altri termini, il meccanismo decisionale di cui all'art. 26(8) cit. avrebbe forse suggerito una diversa soluzione, e cioè una doppia delega, del Consiglio di vigilanza del potere di predisporre bozze di decisioni e del Consiglio direttivo di obiettarvi. E ciò a tacere dell'ulteriore possibilità, pur prevista dall'art. 6(3) del reg. MVU, di coinvolgere nel processo decisionale BCE le autorità nazionali, anziché sottrarre ad esse le residue competenze prudenziali ancora previste dal diritto nazionale.

né quello del Meccanismo Unico di Risoluzione (con cui, invece, compartecipa della medesima base giuridica e cioè l'art. 114 TFEU).

Da un lato, infatti, nell'Unione dei mercati dei capitali l'«eterogeneità» è la regola, perché estremamente variegati sono i soggetti, i prodotti, le infrastrutture e i mercati e non meno varie sono le «velocità» di regolamentazione europea di ciascuno di essi; di conseguenza, anche la struttura e le competenze del relativo meccanismo di vigilanza dovranno poter rispondere adeguatamente e adattarsi a questo più composito scenario.

Dall'altro è anche chiaro, tuttavia, che, oggi, le infrastrutture di mercato sono di dimensione europea, che è necessario assicurare una assai maggiore comparabilità delle informazioni finanziarie riferite ai soggetti e ai prodotti che hanno come Paese di origine uno Stato membro (pena il rallentamento dei flussi globali di investimento in direzione del mercato dei capitali europeo) e che le attività finanziarie transfrontaliere richiedono di per sé un singolo punto d'accesso europeo per quanto riguarda la supervisione (come, seppur sempre nel quadro di un'iniziativa politica debole, anche la proposta sul *crowdfunding* della Commissione di marzo 2018 testimonia).

Resta dunque confermato, come aveva correttamente profetizzato il Rapporto dei Cinque Presidenti, che un meccanismo di vigilanza unica costituisce un importante obiettivo a cui tendere, pur avendo la consapevolezza che, nell'attuale contesto europeo, è un percorso lento, i cui esiti finali si conseguiranno solo nel medio e forse lungo termine.

3 L'accidentato percorso della proposta di riforma delle agenzie europee di supervisione finanziaria

In questa fase, la riforma del SEVIF aspira dunque, non tanto a completare il processo di ridisegno istituzionale delle competenze in materia di supervisione finanziaria, conseguendo «l'ottimo» sul piano dell'architettura di vigilanza europea (il che richiederebbe un mercato finanziario europeo già pienamente integrato), quanto a compiere un'ulteriore tappa intermedia, a conseguire, cioè, nel pieno rispetto del principio di sussidiarietà e in presenza di mercati ancora significativamente frammentati su scala nazionale, una vigilanza comunque più integrata, che possa promuovere l'Unione dei mercati dei capitali e l'integrazione finanziaria.

Ciò avviene ampliando progressivamente, in casi specifici nei quali la dimensione europea degli operatori o del mercato lo giustifica, la vigilanza diretta a livello dell'Unione, per accrescere la convergenza in materia di vigilanza, rimuovere gli ostacoli alle attività transfrontaliere e ridurre le possibilità di arbitraggio regolamentare.

Di ciò sono emblematico esempio le nuove competenze di supervisione diretta dell'AESFM previste dalla proposta di riforma della Commissione, la quale prevede – letta congiuntamente alla proposta di riforma del regolamento EMIR in

materia di controparti centrali – l'accentramento presso l'AESFM delle seguenti competenze in materia rispettivamente di: a) prospetti informativi (approvazione di alcune categorie di prospetti di emittenti UE e approvazione di tutti i prospetti redatti secondo le regole UE da emittenti di Paesi terzi); b) fondi comuni di investimento armonizzati (EuVECA, EuSEF e ELTIF) (autorizzazione e supervisione di fondi regolati a livello europeo); c) controparti centrali (CCPs) (poteri di riconoscimento e supervisione per controparti centrali di Paesi terzi, rafforzati dalla proposta di giugno della Commissione); d) fornitori di servizi di comunicazione dati (registrazione e supervisione); e) *benchmark* (supervisione di *benchmark* critici; approvazione e supervisione di *benchmark* di Paesi terzi).

Come si vede, questo disegno di riforma evidenzia, comunque, con chiarezza, un progressivo allontanamento, reso necessario dalle iniziative di cui si compone il piano di azione per l'Unione dei mercati dei capitali, dall'originario disegno istituzionale, che aveva ispirato la costituzione delle 3 agenzie di supervisione finanziaria europea, il quale, nella sostanza, equiparava – sia sotto il profilo strutturale che sia sotto il profilo funzionale – le tre agenzie.

Ora il progetto di riforma nel suo complesso attribuisce, invece, maggiori poteri all'AESFM rispetto alle altre due agenzie "consorelle".

Tuttavia, a dimostrazione del fatto che occorre guardarsi da ogni "ossessione per la simmetria" nel disegno istituzionale dell'architettura di vigilanza e che, come sempre in questa materia, il legislatore deve rispondere via via agli sviluppi di mercato, piuttosto che al proprio "esprit de geometrie", a seguito dei numerosi casi di antiriciclaggio che hanno investito talune banche europee, nel settembre 2018 la Commissione ha presentato un progetto di modifica dell'originaria proposta con il quale si propone di attribuire nuove competenze accentrate anche all'ABE in materia di antiriciclaggio¹⁰.

Il rafforzamento della vigilanza diretta è, ad ogni buon conto, caratteristica esclusiva dell'AESFM in coerenza con il percorso evolutivo di essa che, a differenza delle altre due agenzie "consorelle", esercita già da tempo poteri di vigilanza diretta (sulle agenzie di rating e sui cc.dd. *trade repositories*), sicché essi hanno progressivamente consentito di plasmarne, seppur ancora con i limiti che derivano da eccessive restrizioni di budget, l'attività e la sua speciale vocazione tecnologica (in coerenza con le esigenze, sempre più avvertite, di transizione verso un nuovo modello di autorità ad alto tasso di investimento tecnologico, c.d. SupTech).

Si assiste, come si è accennato, ad un ampliamento assai significativo dei soggetti direttamente vigilati, dal momento che, in base alla proposta della Commissione, l'AESFM si vedrebbe attribuiti poteri di vigilanza diretta in materia di fondi EuVECA, EuSEF e ELTIF, di CCPs (essenzialmente quelle con Paese di origine

10 L'ABE avrebbe tuttavia poteri sostitutivi delle ANC quanto alle misure previste dal diritto dell'Unione e nazionale traspositivo, non anche quanto alle sanzioni, che resterebbero di esclusiva competenza delle ANC; resta invece poco chiaro se, nel caso in cui le ANC non forniscano all'ABE le informazioni dovute in materia di prevenzione del riciclaggio, l'ABE possa chiederle agli intermediari e operatori ai sensi dell'Articolo 35b e quindi sotto questo profilo applicare sanzioni in caso di inottemperanza all'ordine di *disclosure*.

extra Unione, anche se vengono previsti pure poteri di intervento – c.d. *prior consent* – nell'ambito delle principali procedure relative alle controparti centrali europee), data reporting, amministratori di *benchmarks*, taluni prospetti.

Ed è da notare che l'attribuzione di tali poteri è stata ritenuta in linea con la base giuridica istitutiva dell'AESFM, l'art. 114 TFUE, e, soprattutto, in gran parte «*Meroni compliant*» dal servizio giuridico del Consiglio, con due importanti pareri resi nel corso di quest'anno.

Al momento in cui si scrive, non è, tuttavia, noto se questo sarà davvero il nuovo assetto di competenze di vigilanza per l'Unione dei mercati di capitale.

Al momento pende, infatti, a fronte delle notevoli resistenze politiche che la proposta iniziale della Commissione ha incontrato, una proposta di mediazione della Presidenza austriaca, la quale propone di non attribuire all'AESFM la vigilanza sui fondi EuVECA, EuSEF ed ELTIF e di non conferire a tutte e tre le agenzie il potere di indicare le priorità di vigilanza. Quella che si prospetta all'orizzonte sembra quindi una «mezza riforma».

Come tutte le soluzioni di compromesso politico, la soluzione appena descritta si presenta problematica sul piano della coerenza complessiva di sistema e della ratio.

Se, infatti, la scelta circa l'ambito delle future competenze AESFM deve essere, come sembrerebbe logico che fosse (e come è avvenuto anche per le banche), funzione dell'uniformità del quadro normativo unionale sottostante, più esso è avanzato nello specifico segmento dell'Unione dei mercati dei capitali (e dunque più la materia è disciplinata da fonti regolamentari europee), più è preferibile l'accentramento della competenza di vigilanza presso l'autorità centrale europea, semmai – come si è accennato – con la opportuna "compensazione" rappresentata da appropriate formule organizzative di delega di esercizio dei poteri¹¹, che valorizzino al massimo possibile i benefici insiti nel modello "*hub and spoke*" (essenzialmente efficienze da specializzazione e da "aggregazione" di risorse).

Emblematici esempi di uniformità del quadro normativo unionale nel contesto dell'Unione dei mercati dei capitali sono rappresentati dai plessi normativi MAR/MAD, MiFir/MiFid2 e inoltre proprio dai regolamenti che disciplinano i fondi a rilevanza unionale e le controparti centrali.

Questo spiega anche come un testo unico della finanza europeo – che pur è assai complesso da compilare, in considerazione della molteplicità di basi giuridiche su cui si reggono i diversi plessi della disciplina unionale dei mercati dei capitali e del fatto che alcune regole sono dettate da regolamenti e altre da direttive – sarebbe tuttavia un buon viatico all'accentramento delle funzioni di vigilanza sui mercati.

L'inadeguatezza prospettica di una "mezza riforma" si coglie, d'altro canto, anche in un altro aspetto. Come mostra ormai chiaramente l'esempio della vigilanza

¹¹ Tale possibilità è stata già prevista nel regolamento sulle agenzie di rating (art. 30) e, con riguardo ai *trade repositories*, nel reg. EMIR (art. 74).

sulle controparti centrali, solo un'autorità di vigilanza europea può ambire a svolgere in modo credibile un ruolo di vigilanza con efficacia extraterritoriale, che, pur in diversi contesti, comincia ad imporsi come assolutamente necessario. Basti pensare alle sfide poste, sotto questo profilo, dal clearing (la vigilanza sulle CCPs, espressamente esclusa dalla vigilanza BCE dall'art. 1 del relativo regolamento, viene prevista in capo all'AESFM, con un corrispondente adeguamento della relativa *governance*, seppur essenzialmente rispetto alle controparti centrali di Paesi terzi e in coordinamento con i poteri delle banche centrali, in primis della BCE, rispetto alla quale è in corso la parallela riforma dell'art. 22 statuto SEBC)¹² e dai fondi alternativi.

Anche sul tema della *governance* del SEVIF la riforma proposta dalla Commissione ha incontrato significative resistenze politiche. La proposta prevede un Executive Board di matrice unionale con compiti anche esterni, sul modello (con adattamenti) del SRB. Tale proposta non è stata condivisa, tra gli altri, dalla BCE, che non si oppone all'Executive Board di matrice unionale, ma insiste perché le relative competenze siano limitate ai profili gestionali¹³.

È tutto ciò appropriato? La risposta dipende, in verità, dal diversificato rapporto che sussiste tra *governance* e funzioni. La struttura vigente di *governance* – che attribuisce il potere decisionale alle autorità nazionali che siedono nel BoS – sembra ben corrispondere, tuttora, ai compiti "*quasi regulatory*" delle 3 agenzie europee. L'attribuzione di compiti di vigilanza diretta e l'esercizio delle funzioni di *independent review* richiede invece, per poter essere credibile, una *governance* interna il cui baricentro sia un organo focalizzato sull'interesse comune europeo quale l'Executive Board. Non a caso, come accennato, tale scelta si ispira a quella del modello del SRB, in *executive composition*, molte delle cui decisioni – ma non tutte – sono però poi approvate dalla Commissione.

12 Si vedano al riguardo: da un lato (i) la raccomandazione della BCE del 22.6.2017 di decisione del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica l'articolo 22 dello Statuto del sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea che suggerisce di dotare la BCE di "poteri regolamentari al di fuori della disciplina di cui al regolamento (UE) n. 648/2012 di adottare requisiti supplementari per le CCP coinvolte nella compensazioni di un significativo ammontare di operazioni denominate in euro"; dall'altro (ii) l'opinione della Commissione del 3.10.2017, secondo cui, in ogni caso, "*the new powers of the ECB regarding CCPs under Article 22 of the ESCB and ECB Statute would interact with the powers of other Union institutions, agencies and bodies on the basis of provisions relating to the establishment or functioning of the internal market provided for in Part III TFEU, including acts adopted by the Commission or by the Council pursuant to the powers conferred upon them. In the Commission's view it is paramount to clearly determine and distinguish the scope of (regulatory) powers of the different Union institutions in order to avoid parallel or conflicting rules applying to CCPs*".

13 Al momento in cui si scrive, la proposta di compromesso della presidenza austriaca prevede la creazione di un nuovo *Management Board* (MB) composto da cinque membri, tutti con diritto di voto: il Presidente, due membri permanenti indipendenti dalle ANC, due membri eletti da e tra i membri con diritto di voto del *Board of Supervisors* (BoS). Oltre alle competenze di natura "gestionale" (elaborazione e proposta del programma di lavoro e del rapporto sull'attività, esercizio del budget, rapporti di lavoro del personale) e per cui verrebbe delegata a uno dei due membri indipendenti, al MB si attribuirebbero: a) un generale potere di analisi e proposta sulle materie di competenza del BoS, dopo l'esame da parte dei competenti comitati interni; b) specifici poteri di proposta "rafforzata" in materie in cui viene "scrutinato" l'operato delle ANC («*breach of Union Law*» e «*mediation*»), in cui il BoS potrebbe rigettare le proposte del MB solo con la maggioranza di 2/3 dei membri con diritto al voto; c) il potere di proporre i *peer review* da effettuare (all'interno di una specifica sezione del programma di lavoro annuale), di definire la metodologia per il loro svolgimento e di rivedere i rapporti elaborati dai *review committees* formati da ANC per garantirne l'omogeneità.

4 Di alcune delle molte “questioni aperte”

Se questo è, per sommi capi, il contesto generale della proposta riforma, conviene conclusivamente soffermare l'attenzione su alcune (delle tante) “questioni aperte”.

Anzitutto quella della base giuridica. La questione che si pone è se l'art. 114 TFUE continui ad essere base giuridica sufficientemente solida anche per supportare il conferimento di poteri di vigilanza diretti all'AEFSM che implicino l'esercizio di un potere inevitabilmente discrezionale (seppur con discrezionalità tecnica).

La sentenza della Corte di Giustizia nel caso *short selling* (C-270/12) è senza dubbio, allo stato, il precedente cui occorre guardare per verificare il grado di «Meroni compliance» della riforma. Ma le opinioni sul punto sono, sia in sede istituzionale sia in letteratura, tuttora molto divergenti.

A noi sembra una buona notizia che, da ultimo, anche il servizio legale del Consiglio abbia adottato una lettura abbastanza ampia della base giuridica dell'art. 114 TFEU, tale da includere tutti i poteri strettamente legati al perseguimento degli obiettivi del mercato interno dei servizi finanziari, la cui calibrazione rientrerebbe poi nella discrezionalità del legislatore dell'Unione.

Ciò non è tuttavia ancora sufficiente per poter concludere che tutte le preoccupazioni legate a *Meroni* (C-9/56) sono dissipate e resta dunque, almeno in astratto, il dubbio che la discrezionalità dell'AEFSM nell'esercizio delle funzioni ad essa attribuite nella proposta possa essere domani considerata troppo ampia e non sufficientemente soggetta ad approvazione *ex post* da altre istituzioni europee (com'è invece, spesso ma non sempre, il caso per le funzioni attribuite allo SRB).

La nostra opinione è tuttavia che sia giunto il tempo di riconoscere che, allorché si sia, come nel caso, nel quadro di un settore regolamentato, in cui dunque per definizione sono adottate dal legislatore tutte le scelte di politica del diritto, possa ormai calare il sipario su *Meroni*. E ci attendiamo che la Corte di Giustizia possa esprimere questo principio decidendo alcuni dei più significativi casi portati al suo esame nel caso *Banco Popular*.

A noi sembra, infatti, che nessuna acrobazia interpretativa dei poteri attribuiti alle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari valga veramente a convincere che non siano attribuiti anche poteri discrezionali, senza i quali una vigilanza in senso proprio non è immaginabile. Allora occorre prendere atto che, proseguendo nella linea già tracciata dalla sentenza nel caso *short selling* è possibile un superamento a Trattati invariati della «Meroni», valorizzando l'espressa previsione delle agenzie nel Trattato, la loro *accountability* e il sindacato della Corte, unitamente al fatto che esse operano nel contesto di un settore altamente regolamentato in cui tutte le fondamentali scelte di *policy* sono effettuate dai co-legislatori; ciò dovrebbe portare a superare il presupposto della divieto «Meroni» e cioè il pregiudizio al bilanciamento dei poteri e la sottrazione al sindacato della Corte, entrambe non più sostenibili con riguardo alle 3 agenzie europee che compongono il SEVIF.

Una seconda questione di rilievo è se la tassonomia dei poteri attribuiti alle 3 agenzie del SEVIF stia divenendo troppo articolata (distinzione tra poteri regolamentari e poteri di vigilanza, distinzione tra poteri di vigilanza e poteri di fissazione degli obiettivi e dei piani di vigilanza; diverso ambito territoriale di applicazione dei poteri regolamentari e dei poteri di vigilanza in materia bancaria: tutta la UE il primo, solo l'euro-area il secondo) e soprattutto se non cominci a rendersi necessaria una diversa ripartizione di competenze, non più per soggetti, ma per funzioni, come d'altronde già auspicato nel rapporto de Larosière, che costituisce l'atto di concepimento del SEVIF medesimo.

Si tratta infatti di un aspetto dell'architettura di vigilanza che ha, fin da subito, posto molti interrogativi e che evidenzia marcati scollamenti anche con la vigilanza funzionale a livello nazionale (v. ad es. da un lato il riparto funzionale dei poteri tra la Banca d'Italia e la Consob sia sui fondi sia sui prodotti finanziari e dall'altro le competenze della sola AESFM sui primi e dell'ABE e dell'AESFM sui secondi, ma ripartiti non in base a un criterio funzionale – stabilità e corretto funzionamento del mercato ovvero tutela degli investitori – ma in base al tipo di prodotto, se deposito strutturato oppure no).

Un preferibile modello alternativo comporterebbe un riparto funzionale tra autorità prudenziale da un lato e di mercato dall'altro. La Brexit e il ruolo egemone della supervisione bancaria della BCE dopo di essa potrebbero invero consentire una simile riorganizzazione a Trattati invariati (avendo cura di mantenere autonoma la vigilanza sulle assicurazioni). Del resto, ciò che più preoccupa del procedere, per certi aspetti "erratico", del ridisegno delle competenze dello AESFM è che essa sembrerebbe chiamata ad assumere (emblematico l'esempio della vigilanza sulle controparti centrali) un ruolo di primo piano nella tutela della stabilità finanziaria europea, e questo avviene non già per il suo specifico *expertise* sul punto ma perché è l'unica autorità di supervisione finanziaria con competenze di vigilanza diretta a livello UE-28.

Ciò è, per vero, mediato, sempre nella riforma proposta sulla supervisione delle controparti centrali, dal ruolo complementare che è riservato alle banche centrali (in coerenza con il mandato di stabilità finanziaria che ad esse spetta; per la BCE, esso è un mandato secondario e complementare a quello della stabilità dei prezzi, che può ritenersi fondato sull'Articolo 127(1) e (5) del TFUE, tenuto conto anche del fatto che il buon funzionamento del sistema di pagamenti è in gioco quando si manifestano problemi di stabilità finanziaria).

Resta il fatto, tuttavia che l'AESFM non sembra l'autorità più adatta per assicurare la giusta sintesi tra politiche di vigilanza micro e macro prudenziali ai fini di stabilità finanziaria complessiva e che, dunque, l'architettura – sotto questo profilo – sembra divenire confusa.

5 Una conclusione (anch'essa "aperta" ai futuri sviluppi)

La riforma in corso è, dunque, (solo) un ulteriore «passo» di un «difficile cammino» istituzionale il cui obiettivo finale di medio e lungo termine è ancora piuttosto lontano da raggiungere. È positivo che la riforma consenta, comunque, di progredire ulteriormente nell'integrazione delle competenze di vigilanza sul mercato finanziario, ma vi sono anche rischi di incoerenza in questa «terra di mezzo».

Come si è osservato in precedenza: a) la supervisione diretta a livello europeo richiede una *governance* più centralizzata con un comitato esecutivo "*EU-centered*", mentre i coesistenti compiti di vigilanza "quasi regolamentare" funzionali al codice unico sembrano correttamente allineati con la *governance* attuale (più orientati alla sussidiarietà); b) la supervisione diretta viene rafforzata dalla riforma, ma i poteri di armonizzazione ai sensi dell'Articolo 16 vengono contestualmente indeboliti e la riforma non si fa carico della necessità, da tempo avvertita, che l'Articolo 9(5) dei regolamenti istitutivi del SEVIF sia trasformato in una regola generale che possa, di per sé, autorizzare un intervento temporaneo sui prodotti e sui servizi finanziari; c) il finanziamento delle ESA viene modificato, imponendo contribuzioni di vigilanza all'industria in luogo dei trasferimenti di risorse dagli Stati membri. Si tratta tuttavia di un "gioco a somma zero", che omette di farsi carico del fatto che l'attuale finanziamento delle 3 agenzie è insufficiente per far fronte ai costi necessari ad instaurare una credibile vigilanza ad alto contenuto tecnologico (che richiede assai significativi investimenti di ingegneria informatica); d) la relazione tra ABE e BCE sembra destinato a divenire sempre più problematico: la *soft law* BCE potrebbe scontrarsi con il ruolo di regolazione dell'ABE mentre i previsti poteri di pianificazione dell'ABE delle attività di vigilanza potrebbero scontrarsi con l'indipendenza della BCE.

Ci sembra probabile che, nel tempo, risulterà sempre più chiaro quanto sia illusorio dividere (attribuendole a due diversi titolari di funzione) funzioni di regolamentazione e funzioni di sorveglianza per un regolatore finanziario: ciò che, questa la nostra diagnosi o comunque il nostro auspicio, nel medio e lungo termine renderà necessaria una nuova e più radicale riforma, ispirata ad un modello di ripartizione di competenze funzionale.