

FILIPPO ANNUNZIATA – MARCO LAMANDINI

“QUESTO E’ UN NODO AVVILLUPPATO”: DIVAGAZIONI SULLA REGOLAZIONE DEL MERCATO FINANZIARIO.

1.- Una breve premessa. 2.- Dimensione nazionale e dimensione europea della regolazione e loro intreccio. 3.- Alcuni esempi nei quali l’equilibrio attuale tra dimensione europea e dimensione nazionale risulta instabile. 4.- Lo stile della regolamentazione. 5.- Valori, principi, regole. 6. *Regulation by litigation*: il ruolo delle corti. 7. Verso il superamento della settorializzazione della regolamentazione finanziaria?

1. *Una breve premessa.*- Nel secondo atto de *La Cenerentola* di Rossini, nel magnifico sestetto “Questo è un nodo avvilluppato”¹ si assiste al disorientamento dei protagonisti a fronte delle apparentemente inestricabili complessità della vicenda che stanno vivendo. Rossini gioca sulle consonanti per creare un effetto comico e rafforzare il senso di stupore e di straniamento che segue alla rivelazione delle identità del Principe e di Cenerentola. Si tratta di un momento di stasi drammaturgica, comune ad altre opere rossiniane, in cui l’azione risulta sospesa, ed i personaggi – sbalorditi, perplessi, frastornati - manifestano i propri confusi pensieri. Tentare di fornire una risposta, anche solo approssimativa, alle domande su “Come regolare?” e “Chi deve regolare” il mercato finanziario fa sorgere, nell’animo dell’interprete, sentimenti non dissimili. L’affastellarsi di questioni aperte che solo l’esperienza applicativa futura potrà, forse, sciogliere, rende il compito non solo di per sé incompleto ma anche necessariamente provvisorio negli esiti. Proveremo dunque ad offrire meri spunti “asistematici” in risposta ai due quesiti, articolandoli attorno a cinque ambiti di riflessione: (a) la dimensione nazionale o sovranazionale, (b) lo stile della regolazione, (c) il ruolo delle corti, (d) i principi fondanti e (e) gli obiettivi della regolazione. Anche per coerenza con lo spirito dei lavori dell’Associazione che ha organizzato il convegno dal quale traggono spunto le presenti riflessioni, il perimetro delle riflessioni sarà sostanzialmente limitato al diritto dell’Unione Europea

2. *Dimensione nazionale e dimensione europea della regolazione e loro intreccio.*- Pur nella difficoltà di orientarsi nel *mare magnum* delle questioni che si pongono là

¹ *La Cenerentola*, musica di Gioachino Rossini, libretto di Jacopo Ferretti (Prima rappresentazione, Roma, Teatro Valle, 25 gennaio 1817), Atto II.8: “*Clorinda, Tisbe, Cenerentola, Ramiro, Dandini e Don Magnifico* - Che sarà! / Questo è un nodo avvilluppato, / Questo è un gruppo rintrecciato. / Chi sviluppa più involuppa, / Chi più sgruppa, più raggruppa; / Ed intanto la mia testa / Vola, vola e poi s'arresta; / Vo tenton per l'aria oscura, E comincio a delirar.”

dove si tenti di sciogliere il “nodo avvilluppato” del “chi” e “come” regolare il mercato finanziario, sembra logico prendere le mosse da una questione per così di vertice, che riguarda il rapporto della dimensione nazionale o sovranazionale della regolamentazione. Nell’ambito delle materie che rientrano tra le competenze dell’Unione, la disciplina del mercato finanziario ha conosciuto, in particolare dopo la crisi finanziaria del 2008, un’enorme espansione, sia in senso qualitativo, sia in senso quantitativo. L’Unione ha, da un lato, rivisto in profondità interi ambiti del proprio intervento, dall’altro lato, ha esteso la propria legislazione ad ambiti nuovi, con l’obiettivo di colmare le lacune di un processo di armonizzazione incompleto, a sua volta prodromo dell’incompletezza del Mercato unico dei capitali. Troppi sono gli esempi dell’uno e dell’altro tipo di intervento per poterli ricordare tutti. Sia sufficiente, in questa sede, richiamare la disciplina degli enti creditizi e delle relative attività, di cui i primi due pilastri della c.d. Banking Union (Meccanismo di vigilanza unico e Meccanismo di risoluzione unico) costituiscono l’espressione più significativa, in uno con l’elaborazione del Single Rulebook. Quanto ai nuovi ambiti in cui l’Unione è intervenuta, meritano di essere ricordati il completamento della disciplina in materia di organismi di investimento collettivo (Direttiva AIFMD), le nuove regole introdotte da MiFID II in molti ambiti, a partire da quello delle *trading venues*, la disciplina delle controparti centrali, dei derivati (Regolamento EMIR), il comparto assicurativo, i cui tratti sono stati ampiamente rimodellati dal combinato intervento di Solvency II e della II Direttiva sulla distribuzione. In tutti gli ambiti, l’intervento della legislazione dell’Unione appare estremamente pervasivo, con una tendenza all’ipertrofia, nel tentativo di risolvere l’eterno problema (ben presente al legislatore europeo almeno fin dai tempi del Rapporto Segré del novembre 1966) dell’armonizzazione delle legislazioni nazionali e dell’effettiva creazione di un mercato unico bancario e dei capitali. Le tendenze centripete, che portano ad accentrare a livello europeo ampi ambiti non solo della legislazione, ma anche della sua applicazione (si pensi al Meccanismo di vigilanza unico e/o al Meccanismo di risoluzione unico), devono tuttavia continuamente confrontarsi con le tendenze centrifughe, che vedono gli Stati Membri impegnati a ritagliarsi spazi propri, da sottrarre all’intervento sempre più pregnante dell’Unione: una tendenza che, naturalmente, ha trovato in Brexit la propria manifestazione più eclatante ed estrema, ma che, al di là di quell’evento i cui sviluppi dopo l’accordo di Natale 2020 sul CTA (che peraltro lascia sostanzialmente irrisolte, demandandole a valutazioni di equivalenza che possono modificarsi di tempo in tempo, proprio le questioni inerenti alla libera prestazione dei servizi finanziari), comporta comunque la necessità di tener conto, nei processi legislativi, di istanze molteplici, che riflettono la pluralità dei sistemi che compongono l’Unione e il suo assetto costituzionale. Il punto di

equilibrio tra accentramento e decentramento è sempre stato, nella storia dell'Unione, mobile, e ciò nel senso che si modifica sia temporalmente, sia spazialmente, in funzione del *momento* in cui il legislatore interviene, e dei relativi *ambiti*. Tuttavia, l'impressione è che, nel corso degli ultimi anni, e con specifico riferimento alla disciplina del comparto finanziario, tale mobilità, e il sistema di spinte e contropunte su cui si regge, si sia accentuata, sino ad assumere livelli di intensità capaci di far temere, a tratti, veri e propri cortocircuiti istituzionali. Lo stesso Meccanismo di vigilanza unico appare, sotto questo profilo, emblematico: esso rappresenta forse la punta più estrema dell'accentramento di compiti e poteri di natura amministrativa a livello dell'Unione, con potenzialità (che cominciano ad esprimersi in concreto) di adesione anche da parte degli Stati Membri pur non partecipanti all'area euro. Al contempo, l'allocazione di competenze tra Banca Centrale Europea ed autorità nazionali, mentre solleva delicatissime questioni istituzionali in relazione al principio di attribuzione e all'esatto significato da attribuire agli "specifici compiti" che l'art. 127(6) TFEU consente di trasferire alla BCE sul piano della vigilanza prudenziale, dà luogo ad un complesso, e per molti aspetti inedito, intreccio di rapporti, nel quale convivono competenze esclusive della BCE e delle Autorità nazionali, con competenze concorrenti ripartite (principalmente) in funzione della dimensione degli intermediari, nel quadro, peraltro, di procedure di cooperazione e collaborazione articolate su vari profili (D'Ambrosio, 2020): competenze esclusive, congiunte, collaborazione verticale (tra ANC e BCE), orizzontale (tra ANC), rapporti istituzionali complessi, ad es. BCE-ABE. Per altri versi, il quadro che si presenta nell'ambito sia del mercato dei capitali, sia del comparto assicurativo-previdenziale è ancor più frammentato, giacché non soltanto non si riscontra, in tale contesto, nulla che possa assimilarsi, ad esempio, al MVU, ma anche i tentativi di rafforzare il ruolo delle ESAs, accentrando in capo alle stesse più articolati compiti di vigilanza hanno, allo stato, sortito un risultato solo molto parziale, là dove la riforma delle stesse del 2019 ha nei fatti potuto conseguire solo alcuni degli obiettivi che essa, nei voti della Commissione, si prefiggeva. Inutile dire che il complesso intreccio tra livello nazionale ed euro-unitario, se da un lato funge da collante dell'intero edificio europeo, dall'altro lato propone complessità (anche costituzionali) non agevoli da risolvere (tanto più in un'Europa dalle molte Costituzioni, quale è quella che costituisce il peculiare portato dell'integrazione regionale *sui generis* che l'Unione esprime). In questo contesto, nell'ambito dell'Unione il dove collocare la linea di confine tra disciplina euro-unitaria e discipline nazionali si presenta in termini articolati, non essendo in verità quasi mai limitato ad una scelta binaria "diritto UE-diritti nazionali". Se è certo vero che il completamento del mercato unico ed esigenze di stabilità finanziaria richiedono un livello via via crescente di armonizzazione e

convergenza delle legislazioni nazionali, (e, in questo senso, gli ultimi anni hanno visto la legislazione dell'Unione ricorrere sempre più a regolamenti e a direttive di dettaglio), non sempre il *nomen* assegnato ad una determinata disposizione normativa corrisponde agli effetti che essa produce. In tal senso, ad esempio, depongono le numerose opzioni e discrezionalità lasciate ai legislatori nazionali da fonti direttamente applicabili, siano essi regolamenti o direttive dettagliate. La regolazione dell'Unione mostra inoltre (con qualche eccezione) una tendenza a trascurare – talora per inerzia, talora per mancanza di consenso politico, talora per il rispetto del principio di autonomia – la dimensione che attiene all'applicazione nazionale delle norme comunitaria. In virtù dell'estrema varietà dei sistemi nazionali, l'applicazione nell'uno o nell'altro Stato di un precetto, anche se derivante da norme UE direttamente applicabili, comporta differenze sostanziali, come ad esempio quelle che attengono ai rimedi civilistici, alle azioni risarcitorie, alle sanzioni (Della Negra, 2019). Altre differenze derivano dall'interpretazione che di una data previsione danno Autorità o Corti nazionali, anche se le differenze possono, nel tempo, appianarsi sia in funzione dell'incessante attività svolta dalle Autorità europee nel quadro del c.d. Livello 3 del sistema Lamfalussy, sia per effetto di eventuali pronunce della Corte di Giustizia, che, tuttavia, per loro natura non possono che avere ricorrenza episodica. Neppure mancano, all'opposto, esempi di norme previste da direttive che, ancor prima dello scadere del termine previsto per la trasposizione da parte degli Stati Membri, nel contesto della zona euro, sono ripetute *telles quelles* da regolamenti direttamente applicabili (in tal modo rendendo superfluo il recepimento nazionale della direttiva), come avviene ad esempio in materia di MREL in relazione a previsioni della BRRD e del SRMR.

Un altro fenomeno che si osserva è legato al principio di proporzionalità, e alla sua applicazione negli Stati Membri (Reich, 2013). Ormai contemplato in pressoché tutti i testi dell'Unione che assumono maggior rilievo per la disciplina finanziaria, esso risponde all'evidente necessità di evitare l'applicazione indiscriminata di un dato istituto, senza tener conto delle dimensioni, della complessità del fenomeno in concreto da regolare. Tuttavia, il principio – forse di necessità - non risulta sempre ancorato a parametri oggettivi e/o ben identificabili, lasciando così sussistere interpretazioni divergenti e disallineamenti. I fenomeni sopra richiamati comportano, in definitiva, uno scollamento tra diritto sostanziale dell'Unione, e diritto applicato, con possibili distonie sul piano del funzionamento del diritto interno. Essi, nei casi più estremi, possono giungere fino a porre in discussione gli effetti della, pur visibile, tendenza alla centralizzazione della disciplina finanziaria, e alla sua applicazione, lasciando, di contro, trasparire la poliedricità e articolazione dei sistemi nazionali. Anche sul piano del c.d. “passaporto europeo” ne derivano distorsioni, con rischi di

alterazione del gioco della concorrenza. Se il pluralismo (e il policentrismo) è un tratto tipico dell'Unione, ed uno dei suoi elementi di forza, al contempo pone una sfida evidente sul piano dell'armonizzazione e della creazione del mercato unico. In tale contesto, il punto per così dire estremo di rottura dell'equilibrio tra disciplina eurounitaria, e specificità nazionali, è rappresentato dall'invocazione dei contro-limiti costituzionali, la cui applicazione comporta una barriera all'operatività del diritto dell'Unione e alla sua supremazia nei riguardi dei diritti nazionali. Fintanto che la teoria dei contro-limiti è invocata, ed applicata, nel contesto di un dialogo tra Corti ed istituzioni che si vuole costruttivo, ed aperto alle reciproche istanze – quelle, da un lato, della Corte di Giustizia, e, dall'altro, delle Corti Costituzionali nazionali – i contro limiti rappresentano uno degli aspetti più evidenti del pluralismo che connota l'architettura dell'Unione; essi possono contribuire a rafforzarne la struttura, anche a costo di arrischiare “riletture” delle pronunce della Corte di Giustizia, come recentemente verificatosi nelle pronunce *Landeskreditbank* (Corte di Giustizia) e *Banking Union* (BverfG). Di contro, quando la teoria dei contro limiti schiude la prospettiva ad atteggiamenti sordi al dialogo, si rischia di scuotere alle radici le stesse regole che fondano l'Unione, a partire, ovviamente, dalla *rule of law*: la (non condivisibile) pronuncia della Corte Costituzionale tedesca del 5 maggio 2020 nel caso *Weiss* ha costituito in questo senso un utile banco di prova (Annunziata, Lamandini, 2020). Un altro esempio significativo, per valutare il complesso equilibrio tra pluralismo e accentramento, viene da regimi nazionali speciali (si pensi alle *Landeskreditbanken* tedesche, al credito cooperativo italiano e alla sua speciale disciplina del gruppo orizzontale) che, pur fissando regole speciali nazionali in considerazione del *quantum* di diversità che tali banche presentano rispetto alle altre (ad esempio in ragione del particolare valore che in tali eccezionali contesti si genera dalla prossimità), possono veder in parte negata l'effettività del regime speciale dalla estensione indifferenziata del regime generale europeo in tale area di specialità (cui si accompagna parallelamente anche un esercizio espansivo della vigilanza, in presenza di una incerta base giuridica e in forme non sempre sufficientemente flessibili per dare alla specificità del caso il trattamento speciale che pur dovrebbe conseguire e che pur potrebbe conseguire ad esempio attraverso il regime particolare di deroga previsto, in presenza di particolari circostanze). E' inevitabile che, anche in questo contesto, si generino tensioni, che riflettono un profondo conflitto sui valori e sulla “biodiversità” nell'ecosistema finanziario, e che chiamano in gioco, per la loro composizione, prima ancora che principi giuridici, principi logici di coerenza, adeguatezza e specialità. Queste tensioni, d'altro canto, disarticolano il sistema delle regole, generano collisioni, disorientano l'azione dei supervisori e dell'industria, inducono indesiderabili risposte estreme di natura politica che cadono

inevitabilmente vittima della narrazione sovranista. Le considerazioni che precedono lasciano intendere quanto sia fragile, eppur importante, il valore positivo della diversità pur in un contesto ordinamentale votato all'armonizzazione. D'altro canto, la particolare dimensione pluralistica propria dell'Unione ne costituisce, a ben vedere, un prezioso attributo dei cui esiti l'Unione europea può farsi assai utile interprete anche nei Fora internazionali, nei quali si sviluppano e consolidano gli orientamenti destinati a plasmare l'ordine finanziario internazionale (Comitato di Basilea, Financial Stability Board, IOSCO, Fondo Monetario Internazionale, a tacer d'altri).

3.- Alcuni esempi nei quali l'equilibrio attuale tra dimensione europea e dimensione nazionale risulta instabile.- Giunti a questo punto del discorso, ci si chiederà se – dunque, alla luce delle considerazioni testé svolte – l'attuale assetto della regolazione del mercato finanziario possa dirsi sufficientemente stabile e complessivamente soddisfacente. La risposta ci sembra in chiaroscuro, se si conviene con noi che una risposta pienamente positiva dovrebbe predicare una piena coerenza dell'edificio normativo in considerazione oltre che con principi giuridici come quelli di attribuzione/sussidiarietà e proporzionalità, anche con i già ricordati principi di natura logica di coerenza, di adeguatezza, di effettività e di specialità (principi logici che si potrebbero forse compendiare in quello giuridico di ragionevolezza). Non mancano, a noi sembra, – anche solo a voler considerare l'ordinamento dell'Unione bancaria – tensioni pericolose rispetto a questi principi ordinatori. E per darne dimostrazione ci soffermiamo, brevemente, su due esempi, che ben illustrano queste tensioni.

a) Un primo esempio viene dalle norme in tema dei requisiti per gli azionisti qualificati e gli esponenti aziendali delle banche e dalle norme in tema di corporate governance. Nel contesto dell'Unione bancaria, quelle regole sono fissate a livello di principio dalla CRD V e declinate in concreto dalle 21 discipline nazionali rilevanti. Ai sensi dell'art. 4(3) del regolamento (UE) n. 1024 del 2013 la BCE è chiamata ad applicare questi 21 diritti nazionali di attuazione della direttiva. Ciò determina almeno due effetti indesiderabili: (a) L'attuazione della direttiva su taluni aspetti qualificanti della regolamentazione bancaria è ampiamente divergente in molti dei 21 Stati Membri che rientrano nell'ambito di competenza della supervisione della BCE; ciò genera trattamenti nella sostanza discriminatori, anche se non lo sono nella forma. (b) La disciplina nazionale di recepimento potrebbe risultare, in base all'ordinamento nazionale, incostituzionale o, ove si tratti di recepimento con atto amministrativo, illegittima. La BCE naturalmente deve applicare il diritto nazionale

fino a che esso non è dichiarato illegittimo; ma nel caso di impugnazione della decisione della BCE – davanti alla Corte di giustizia - che faccia valere l'incostituzionalità o l'illegittimità della norma interna, che deve fare la Corte di giustizia? Si tratta, come si vede, di tensioni che possono spingersi fino a mettere in discussione coerenza, adeguatezza ed effettività del sistema delle regole. E ciò consiglia di interrogarsi se non sia giunto il tempo di riconsiderare la base giuridica di questi aspetti del *single rule book* – che pur partecipano delle medesime finalità di stabilità microprudenziale che hanno giustificato la disciplina con regolamento dei requisiti di capitale con la CRR – ad esempio rinunciando per essi all'attuale base giuridica dell'art. 53(1) TFEU (che in fondo è stata storicamente funzionale ad assicurare i benefici del mercato interno, più che non gli obiettivi di stabilità micro e macro-sistemica) a favore della competenza (pur residuale, e per questa ragione finora non utilizzata) dell'art. 114 TFEU, in modo da poter legiferare anche su questi specifici aspetti, a livello europeo, essenzialmente con regolamento. Non sono naturalmente pochi gli ostacoli giuridici che si trovano sulla via, ma a noi pare che norme come quelle dell'art. 53 e 114 TFEU siano avvolte in una nebulosa che consente vibrazioni, capaci di ampliarne e restringerne a seconda del tempo il cono di irradiazione (e ci sembra anche che la sentenza della Corte di Giustizia del 22 gennaio 2014, nel caso C-270/12 possa contribuire a dare sostegno a questo percorso innovativo, dovendosi peraltro, al contempo, aver cura di conservare nella sede propria della CRD V tutti gli altri profili che attengono al mutuo riconoscimento e all'esercizio transfrontaliero del diritto di stabilimento).

b) Un secondo esempio viene dal difficile tema dei *non performing loans*. Finora la disciplina in materia ha evidenziato tensioni ordinamentali perché, a noi sembra, alla crescente regolazione europea della fattispecie (del cosa debba intendersi per NPL e del come essi vadano trattati dal punto di vista prudenziale) non ha corrisposto una *coerente* attrazione a livello europeo della gestione degli effetti determinati da tale nuova regolamentazione, come invece sarebbe avvenuto ove si fosse avuto un regime giuridico delle *asset management companies* - AMC a livello europeo, comprensivo del tema cruciale del loro finanziamento (Lamandini, Munoz, 2021). L'ordinamento che detta le regole, in tal modo, scarica su altri ordinamenti – seppur coordinati - il problema della gestione degli effetti delle regole che ha prescelto. Ciò, tuttavia, avviene in una situazione limite in cui gli effetti di responsabilità fiscale conseguenti possono essere straordinariamente significativi per gli ordinamenti nazionali, e al tempo stesso l'ordinamento regolatore – con il diverso plesso delle regole in tema di aiuti di stato – vincola lo spazio di manovra concesso agli Stati Membri per la gestione di tali effetti. Si tratta di una evidente disarmonia, che non solo fa dubitare

della coerenza dell'intero impianto, ma lo rende anche inadeguato sul piano del necessario paradigma di potere/responsabilità per chi regola, giacché regole i cui costi non siano coerentemente allocati generano comportamenti opportunistici di elusione. Lo stesso può dirsi della disciplina della risoluzione bancaria, nella misura in cui - in sede di applicazione del criterio dell'interesse pubblico - si è venuta a creare un'ampia categoria di banche che, pur soggette al regime europeo ai fini di prevenzione, non lo sono al momento della gestione della crisi (Brescia Morra, 2019; Iglesias-Rodríguez, 2019). La conseguente incoerenza costringe ora a invocare regime nazionali armonizzati che accolgano a ben vedere i medesimi strumenti di gestione della crisi previsti per la risoluzione anche per le insolvenze di diritto nazionale

4.- *Lo stile della regolamentazione.*- Dimensione europea e dimensione nazionale sono tuttavia accomunate da un medesimo stile di regolazione. Dettare le regole del mercato finanziario risulta infatti sempre più un esercizio condiviso tra strumenti di *soft law* e strumenti di *hard law*: co-regolazione qui, e altrove, è la regola sia che si consideri il diritto della finanza come un fattore evolutivo endogeno sia che lo si interpreti come un fattore esogeno. Lo sforzo condiviso di più soggetti "regolatori" – che sono, nella struttura sociale delle nostre economie e nel suo riflesso istituzionale, espressione di collettività diverse, ed esprimono valori e competenze diverse - dovrebbe, almeno in teoria, consentire di conseguire al meglio gli obiettivi:

(a) del rispetto delle libere scelte auto-organizzative, fino al limite dei comprovati fallimenti di mercato, limite solo oltre il quale si giustifica l'intervento della regolamentazione eteronoma;

(b) della massima possibile convergenza internazionale, funzionale ad assicurare al tempo stesso (i) stabilità finanziaria complessiva, attraverso un corretto dosaggio di regole micro e macroprudenziali, (ii) libertà nella operatività finanziaria globale, con conseguenti efficienze di scala e di scopo, maggiore dispersione geografica del rischio e maggiore creazione e distribuzione geografica della ricchezza, e (iii) un carico di costi di compliance per gli operatori proporzionato alle finalità, sul presupposto che il mercato può esistere in quanto vi siano regole che ne assicurino il buon funzionamento ma al tempo stesso che siano regole i cui benefici effettivamente eccedano i costi e siano cioè idonee a preservare un bilancio complessivamente positivo del rapporto tra libertà di iniziativa economica e sua regolazione (tale non essendo, ad esempio, quello che si genera da una molteplicità di requisiti non

convergenti, che in forme diverse perseguono astrattamente i medesimi obiettivi di tutela);

(c) del presidio di valori inderogabili di tutela (di rilievo ora sul piano macroeconomico quali la tutela della stabilità finanziaria, la tutela del risparmio, la tutela del finanziamento dell'economia ora sul piano dei diritti individuali, quali la tutela dell'investitore, la tutela del depositante, la tutela del cliente, i quali ultimi rilevano sia in sé sia in quanto funzionali a preservare la necessaria fiducia nel funzionamento del mercato).

Il perseguimento dei primi due obiettivi è, appunto, prioritariamente demandato, nell'attuale sistema delle fonti, a regole "morbide" (raccomandazioni, standard, migliori pratiche), vuoi di fonte di mercato, vuoi di fonte istituzionale (FSB e BIS, anzitutto). Il perseguimento del terzo obiettivo (e taluni aspetti operativi del secondo) è demandato a regole "dure", di fonte eteronoma, di varia origine e conformazione. Ne deriva che, contrariamente ad un modo ancora consueto (specie in ambito statutale) di rappresentare le fonti del diritto (anche di quelle proprie della finanza), che le descrive in forma gerarchica e piramidale, la co-regolazione, nella sua sostanza ultima (e al di là delle apparenze formali), esprime invece un esercizio dinamico e co-evolutivo tra pari (Grundmann, Micklitz, 2019). Pari nella diversità, beninteso, e con regole che si intersecano e si intrecciano in modo variabile, originandosi da un gioco di rifrazioni e "prestiti" reciproci in continuo. E questo resta vero sia nelle fasi che la narrazione politica descrive come di "ri-regolamentazione" sia in quelle che, al contrario, sono descritte come di "de-regolamentazione". Non si nega, naturalmente - come già la semplice osservazione del prodotto degli ultimi cento anni di regolamentazione della finanza negli Stati Uniti e in Europa rende evidente - che lo spazio relativo occupato da norme eteronome, e l'impatto di esse sugli assetti altrimenti spontanei di mercato, si modifica di tempo in tempo e si presenta, sia in termini quantitativi sia in termini qualitativi, diverso a seconda della maggior o minor enfasi assegnata alla libertà di impresa e alla responsabilità individuale o, correlativamente, alle esigenze di tutela sociale (queste ultime, a dire il vero, spesso declinate in modo paternalistico e, come osservava assai bene quasi cento anni fa Luigi Einaudi, con pericolose "aggettivazioni" etiche o morali, che mentre si dissolvono in sfuggevoli trappole conoscitive, aprono in genere la strada a forme di controllo e condizionamento "politico" dell'economia, anche grazie all'escamotage della banalizzazione della complessità, di cui fanno grande uso i tanti totalitarismi che la storia, ricorrentemente, ci presenta). Ma, in entrambi i casi, mentre cambia l'orientamento delle regole (giacché, come è ben noto, le regole della finanza non

sono mai neutrali, tanto meno sul piano dei loro esiti distributivi), non ne cambia la natura composita, tra regole di mercato e regole eteronome, tra regole morbide e regole dure. Né è infrequente che il bene comune sia meglio realizzato dalle regole di mercato piuttosto che da regole eteronome. La complessità dei fenomeni è tale che non esiste un monopolio né pubblico né privato delle virtù necessarie a definire la giusta regola (Zoppini, 2020). Ed in fondo per la stessa ragione è così che per quanto, sul piano formale, esista una chiara relazione gerarchica tra norme a seconda della loro collocazione sul piano delle fonti del diritto europeo e nazionale (di modo che, ad esempio, una norma di diritto primario europeo prevale su una norma di diritto secondario; una norma di una direttiva o regolamento del Parlamento e del Consiglio prevale su una norma attuativa della Commissione, mentre i diritti nazionali sono articolati secondo il proprio sistema delle fonti), sul piano della sostanza l'ecosistema del diritto della finanza europeo e nazionale: (i) combina regole dei decisori politici con regole delle autorità di supervisione, e (ii) utilizza sia norme giuridiche sia linee guida, raccomandazioni, esortazioni e aspettative, formali risposte a domande (Q&A) e sussurrate preferenze di vigilanza in un mix tanto ricco quanto complesso per chi ne debba intendere la vera natura, come di necessità avviene nella prospettiva di assicurare rimedi giurisdizionali effettivi ai diritti che l'ordinamento riconosce. I collegamenti tra ciascun nodo della regolazione, in questo ricco e complesso ecosistema, si colgono, come detto, più in una incessante dialettica tra pari (la prossimità ai fenomeni e la competenza tecnica dei supervisori valgono a "pareggiare" nei fatti il maggior peso istituzionale dei decisori politici, creando così un campo di gioco livellato tra i diversi attori, pur formalmente posti a diversi livelli della struttura istituzionale), che non in una logica gerarchica ispirata al primato dell'autorità. Certo, i rapporti tra ciascun nodo di questo complesso ecosistema sono declinati, sul piano istituzionale, con regole organizzative idonee ad assicurare, seppur in forme diverse, *accountability* politica e giuridica dei regolatori (come riflesso della legittimazione democratica del sistema). E si tratta di un controllo complessivamente abbastanza efficace, almeno a giudicare da alcune esperienze di questi primi anni di attuazione dell'Unione Bancaria che hanno riguardato iniziative regolamentari, percepite come "*borderline*" dai decisori politici o dalla Corte di giustizia, della Commissione e della BCE, pur in un contesto nel quale viene correttamente attribuita grande importanza all'indipendenza di giudizio e di azione del supervisore e alla sua competenza tecnica. La molteplicità dei regolatori, pubblici e privati, porta con sé, d'altro canto, un pericolo, che si presenta particolarmente acuto nel nostro tempo: quello della smisurata produzione di norme, e della loro frastagliata sostanza. E' così che l'ecosistema delle regole della finanza finisce per risultare composto da una molteplicità amplissima di corpi autonomi, seppur tributari

l'uno dall'altro, e le cui regole sono spesso costruite con la tecnica delle matrioske russe: un "seme" – che di solito, nel nostro settore, si origina da regole "morbide" di mercato o da raccomandazioni dei fora internazionali – genera, attraverso una serie ininterrotta di corpulenti "pezzi" intermedi, una regola "madre" che è quella che si applica al caso concreto; tuttavia, la relazione tra le varie componenti di questa "matrioska" normativa, a differenza della bambola russa, non è ispirata ad una relazione di identità formale, salvo che per la dimensione, ma alla diversità nel rispetto di un nucleo fondativo identico. Il che, a sua volta crea – nella logica formale propria del diritto, e della sua interpretazione e applicazione da parte delle Corti – non poche difficoltà, specie quando la regola "madre" (di diritto nazionale) possa dirsi – come avviene nell'ordinamento europeo – valida solo nella misura in cui sia conforme al "seme" (di diritto europeo) che la ha originata. A ciò si aggiunge che per quanto la regola (quale che ne sia la sua origine) la si rappresenti come una fredda monade "chiusa" dotata di una sua nitida individualità spazio-temporale nell'universo dell'ordinamento, essa in verità vibra in una nebulosa, è permeabile, acquista o cede forza a seconda del contesto in cui è inserita. La "vibrazione" può addirittura generare fenomeni di "combustione" e precipitare corpi entro inattesi "buchi neri", come avviene ad esempio quando i giudici delle leggi attribuiscono, magari in modo inatteso, il massimo della potenza espansiva ad un principio avvolto nella propria nebulosa, e questo inatteso esito incendia l'ordinamento e ne travolge parte, appunto, entro un "buco nero". Non sono pochi gli esempi recenti, nell'ambito del diritto della finanza, con riguardo a importanti sentenze delle corti superiori. Un secondo aspetto dello "stile" della regolazione che costituisce da tempo un tema classico è quello che cerca di collocare l'ordinamento finanziario su di un asse i cui estremi sono rappresentati, da un lato, da una regolamentazione che procede essenzialmente per l'individuazione di principi e criteri generali e, dall'altro lato, fatta di regole minute a contenuto prescrittivo. La contrapposizione tra questi due stili, i rispettivi vantaggi e svantaggi hanno visto, nel tempo, fautori dell'uno o dell'altro, ed il pendolo del diritto positivo oscillare nell'una, o nell'altra direzione, spesso anche in funzione delle esigenze di rispondere (anche soltanto sul piano politico) ai fallimenti del mercato e ai paralleli fallimenti istituzionali. In questo senso, la crisi finanziaria del 2008 (e lo spostamento del baricentro dell'interesse da quello del mercato interno a quello della stabilità finanziaria) ha inevitabilmente avviato una lunga stagione, tutt'ora in corso, nella quale il diritto dell'Unione in campo finanziario ha dato maggiore enfasi ad una regolazione molto dettagliata, fatta di regole sempre più prescrittive. In pressoché tutti i campi, l'approccio originario basato sull'adozione di direttive di armonizzazione minima, accompagnate dal meccanismo del mutuo riconoscimento, è ora sostituito dal ricorso a fonti secondarie

direttamente applicabili, fortemente prescrittive e analitiche. Non solo, ma il peso specifico, il livello di dettaglio e la granularità dei provvedimenti legislativi sono, a tratti, impressionanti. Fermo quanto precede, non deve tuttavia darsi per scontato che, con riguardo al diritto dell'Unione, la contrapposizione tra *principle-based* e *prescriptive regulation* rifletta adeguatamente lo stato dell'arte, quantomeno sul piano formale. Il c.d. metodo Lamfalussy, introdotto alle soglie del nuovo millennio con lo scopo dichiarato di superare le difficoltà che si frapponivano al progredire del processo di integrazione europeo nel settore del mercato dei capitali, e al relativo processo di armonizzazione delle legislazioni nazionali, voleva rappresentare un efficace compromesso tra le due opposte visioni. L'articolazione della disciplina su due livelli, rimessi a meccanismi di produzione legislativa diversi (in particolare, il L1 più rigido e complesso, affidato a Parlamento e Consiglio, ma più *principle-based*; il L2 affidato alla Commissione, e dunque flessibile e manutenibile nel tempo, più prescrittivo e puntuale) avrebbe potuto assicurare un certo equilibrio, evitando di cristallizzare il sistema nell'uno o nell'altro senso. Tuttavia, l'efficacia del metodo, e la sua idoneità a raggiungere gli obiettivi dichiarati, dipendono anche dal rispetto dei principi che lo governano. In questo senso, l'esperienza degli ultimi anni, frutto di un'evidente ipertrofia normativa dell'Unione, non è sempre risultata soddisfacente. Si assiste, infatti, ad una persistente confusione di ruoli tra i primi due livelli, che rimettono in discussione l'impalcatura del metodo: da un lato, il L1 è sempre più rappresentato o da regolamenti o da direttive dal contenuto assai dettagliato, molte delle quali da considerarsi, in vero, *self-executing*; dall'altro lato, il L2 è a sua volta affollato da regolamenti che, tuttavia, o per la loro formulazione a tratti ambigua, o per gli spazi che di fatto lasciano alle Autorità nazionali tradiscono, di fatto, il loro *nomen*. Se ne ha traccia nel corpus normativo che connota ambiti quali MiFID II, la disciplina degli abusi di mercato, il regolamento sui prospetti informativi, nonché vasti ambiti della produzione normativa dell'Unione in ambito bancario. Ne deriva, nuovamente, una certa sfuocatura del quadro legislativo, nel quale si assiste ad una mescolanza di regole più o meno prescrittive, che a tratti prescindono dalla loro qualificazione o collocazione formale nel sistema delle fonti. Corollario dei fenomeni sopra evocati è stato anche un marcato arretramento della *self-regulation*. Molto di ciò che apparteneva in passato all'ambito della autoregolamentazione è oggi sistematicamente occupato dall'incessante produzione para-normativa di linee guida, orientamenti, pareri, Q&As sia delle agenzie europee (EBA, ESMA, EIOPA), sia della Banca Centrale europea (Van Rijsbergen, Scholten, 2014): un corpo di *soft law* che, se risulta grandemente utile per la stessa applicazione dell'immane corpo legislativo che compone il diritto finanziario dell'Unione, dall'altro lato, riflette una "hybris" autopoietica che minaccia di comprimere

eccessivamente gli spazi nei quali il mercato ha piena capacità di autoregolarsi o, ancor più, quelli nei quali la co-regolazione pubblica e privata può utilmente fondarsi su di un concorso tra pari. Questo esercizio genera anche assetti istituzionali innovativi: le agenzie europee che si occupano di regolamentazione del diritto della finanza ne sono un esempio, perché esse, come ben ha dimostrato Niamh Moloney nel suo recente e bel lavoro monografico sull'ESMA, sono venute nei fatti ad assolvere ad un ruolo ibrido, multiforme e complesso, per larga parte inedito: esse sono “*part EU agency, part traditional financial market regulator, part international standard-setter, part EU network actor, part horizontal/peer coordinator of national regulators, part vertical/hierarchical supervisor of national regulators*” (Moloney, 2018). Del resto, il cospicuo, e crescente, corpus di *soft law* prodotta da istituzioni o agenzie che affolla e compone il substrato applicativo del diritto euro-unitario pone significativi problemi di qualificazione con evidenti ricadute sul diritto ad una tutela giurisdizionale effettiva. Formalmente non vincolante, se non nei riguardi della stessa autorità dalla quale promana, esso vive di vita propria, trasformandosi, di fatto, in fonte para-legislativa, per effetto, ad esempio, del meccanismo *comply or explain* (ad esempio ai sensi dell'art. 16 dei Regolamenti sulle ESAs) il quale finisce con il rendere vincolante a livello nazionale raccomandazioni che sono formalmente di *soft law* a livello euro-unitario (si veda, sul punto, la recentissima decisione della Corte di Giustizia nel caso C-501/18, *Balgarska Narodna Banka*). Ne deriva un problema di struttura delle fonti del diritto dell'Unione, che prelude, probabilmente, ad un ampliamento per via di interpretazione pretoria dell'area degli atti aventi effetti giuridici vincolanti. La recente sottoposizione alla Corte di Giustizia di una questione pregiudiziale sul punto della natura delle Linee Guida dell'EBA da parte del *Conseil d'Etat* francese testimonia di una impellente necessità di chiarificazione sul punto. Se il corpo di *soft law* vuole essere anch'esso strumento di composizione tra la classica contrapposizione tra *principle-based* e *prescriptive regulation*, è tuttavia necessario che ne vengano inequivocabilmente chiariti la natura e gli effetti, in modo da assicurare il più rigoroso rispetto della *rule of law* nel sistema dell'Unione. Con ciò, beninteso, non si intende certo affermare che il ricorso alla *soft law* debba escludersi, o anche solo limitarsi, ma soltanto ribadire la necessità che la sua collocazione all'interno del sistema risulti coerente con i principi sui quali esso si fonda. Sempre sul piano dello stile della regolazione, nuove sfide provengono dalle trasformazioni tecnologiche da tempo in atto. Il c.d. *Fintech* pone, in vero, nuove sfide regolatorie, ma schiude nuove significative opportunità di sviluppo (Ferrarini, Macchiavello, 2018). Il recente programma varato dalla Commissione Europea mostra chiaramente come questo sia diventata una vera e propria priorità. Anche in questo campo, la ricerca di una piena coerenza tra obiettivi dichiarati e perseguiti non

va trascurata, come mostrano bene le raccomandazioni sul punto emanate dal Gruppo ROFIEG (ROFIEG, 2019). Il principio di c.d. neutralità tecnologica della regolamentazione deve trovare effettiva attuazione in sede di disciplina. Lo sviluppo di una specifica legislazione volta a regolare, ad esempio, i fenomeni legati allo sviluppo delle tecnologie DLT e Blockchain - di cui la recente proposta di regolamento “MiCAR” costituisce l’esempio più significativo - mostrano al contempo la necessità di specializzazione che la tecnologia comporta (.

5. *Valori, principi, regole.*- I nodi da sciogliere per comprendere il dove siamo oggi nell’ambito della regolamentazione finanziaria presentano, dunque, complessità inedite, anche perché si stanno progressivamente modificando, o meglio arricchendo, i principi ispiratori e gli obiettivi stessi della regolazione finanziaria (Lamandini, Munoz, 2016). Tradizionalmente modellata sui principi propri dell’efficienza dei mercati, la disciplina eurounitaria si è, fino a poco tempo fa, mostrata abbastanza refrattaria a recepire nuove istanze, da tempo oggetto del dibattito non soltanto teorico e scientifico, come ad esempio quelle proprie della c.d. *behavioral finance*. Il modello di riferimento dei mercati oggetto della regolazione è rimasto, in pressoché tutti i settori, quello della teoria economica classica, ancorata a nozioni quali massimizzazione dell’utilità marginale, concorrenza perfetta, razionalità delle scelte, ecc (Rojas Elgueta, Vardi, 2014). Soltanto in epoca recente – sulla scorta di una nuova sensibilità collettiva per alcuni temi centrali – la disciplina si sta aprendo a nuove istanze, volte a incorporare nella regolazione il perseguimento di obiettivi, in senso lato, di “sostenibilità”. L’acronimo “ESG”, sconosciuto fino a poco tempo fa, è recentemente entrato prepotentemente nel linguaggio dello stesso legislatore dell’Unione, e pare destinato a modificare radicalmente molti degli assunti tradizionali. Tali nuove sensibilità, e nuovi obiettivi hanno peraltro impatti che vanno al di là del perimetro della regolazione finanziaria in senso stretto: si pensi, ad esempio, all’ampio dibattito sui meccanismi di *governance* attualmente in corso, nel quadro di una ridefinizione (auspicata da alcuni, avversata da altri) dello stesso perimetro degli interessi da perseguire in quell’ambito. Proprio il tema della sostenibilità dimostra, peraltro, quanto molte delle questioni qui sollevate siano ancora aperte e chiamino in gioco proprio le questioni del chi deve regolare e come. Vi è, però, in questo articolato ecosistema di principi e obiettivi di *policy* un paradosso. Per quanto, nella logica formale, tutte le regole della finanza prima di essere adottate siano accompagnate da processi variamente conformati di consultazione e di valutazione economica secondo paradigmi, ormai piuttosto universali, della c.d. *Better Regulation* (AA.VV., Consob, 2016), non sempre da parte

di chi regola viene offerta una convincente declinazione in concreto della triade valori, principi, regole. L'analisi di impatto, tradizionalmente, si domanda essenzialmente con logica binaria e con i metodi analitici del solo diritto dell'economia, se una regola occorra o meno, dato un certo obiettivo economico. Poco dice sul piano analitico, invece, sul valore o i valori ultimi, spesso antagonisti, che si confrontano sul campo destinato ad essere occupato dalla regolamentazione, nella misura in cui essi non si facciano (come spesso accade) coincidere con i soli obiettivi di efficienza economica, ma abbiano anche una più complessa dimensione valoriale, come accade alla formula della "sostenibilità". Poco dice anche sul come, in concreto, la triade valori, principi e regole debba trovare attuazione: quali principi danno sostanza concreta ai valori e quante regole sono in rapporto di stretta indispensabilità con i principi per attuarne la sostanza valoriale. Ed è così che l'ecosistema di diritto della finanza si presenta talora, disordinato nei fini, egemonizzato dalle ideologie, disarticolato nei principi, alluvionato nelle regole.

6. *Regulation by litigation: il ruolo delle corti.* - Nel quadro sopra tratteggiato, appare ineluttabile interrogarsi anche sul ruolo che le corti svolgono nella regolamentazione finanziaria. A noi pare evidente che tra coloro che, nella sostanza, concorrono a fissare le regole vadano inclusi pure coloro che interpretano e applicano le regole esistenti, arricchendole di significati. L'esperienza maturata negli ultimi anni nel contesto della Banking Union mostra chiaramente il rilievo di questo profilo. Nel giro di pochi anni la Corte di Giustizia ha fornito risposte decisive a questioni fondamentali che riguardano il diritto bancario dell'Unione, nelle sue anche più ampie articolazioni, ivi comprese quelle che attengono ai compiti svolti dalla BCE nell'ambito della politica monetaria (Zilioli, Wojcik, 2021). Nell'ambito, poi, di un dialogo costruttivo tra Corti, la giurisprudenza può contribuire a rinsaldare le stesse basi dell'edificio europeo, e fornire spunti da sviluppare e raccogliere al di là del mero dibattito giurisprudenziale. Taluni precedenti di rilievo sembrano supportare questa valutazione: ad esempio, quando il BVerfG ha messo in dubbio il primato del diritto comunitario in "so lange", il dibattito che ne è conseguito ha contribuito al miglioramento della tutela dei diritti umani nell'UE. Le critiche mosse dal BVerfG ai Trattati di Maastricht e Lisbona in termini di carenza di democrazia hanno, alla fine, contribuito a migliorare il potenziale democratico dell'UE, sfruttando le potenzialità della cittadinanza europea, le accresciute competenze del Parlamento, e prescrizioni più chiare quanto all'esercizio dei poteri delle istituzioni dell'UE. Anche la Corte Costituzionale danese, nella sua strenua resistenza contro la CGUE nel caso *Ajos*, sta contribuendo a spingere le istituzioni dell'UE ad elaborare più solide basi giuridiche

contro il divieto di discriminazione in base all'età (C-441/14, Dansk Industri v/ Rasmussen). Proprio sul piano del rispetto della *rule of law* e dei diritti fondamentali il ruolo delle Corti si rivela fondamentale nel comparto finanziario, in particolare alla luce del diffondersi, nei testi legislativi, di articolati regimi sanzionatori, in uno con il riconoscimento, in capo alle Autorità di supervisione, di ampi poteri di intervento, formalmente qualificati come provvedimenti di vigilanza, ma tali da incidere in modo significativo sulle posizioni e sui diritti, a volte anche fondamentali, dei relativi destinatari (Allegrezza, 2020). In alcuni settori l'accumularsi di sanzioni amministrative e penali suscita non pochi problemi sul piano del rispetto dei diritti, avendo riguardo sia al diritto dell'Unione, sia alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo. I precedenti, anche recentissimi, della Corte di Giustizia, e della CEDU testimoniano la complessità delle questioni che si pongono in questi ambiti, ed il fondamentale ruolo di garanzia che le Corti possono svolgere, per far convivere un *enforcement* efficace (presupposto indefettibile di un'adeguata azione di supervisione) e rispetto dei diritti fondamentali. Anche in questo ambito, peraltro, sono in essere complessi fenomeni di *judicial dialogue*. Nel comparto finanziario, infine, si assiste all'accentuarsi di un fenomeno presente anche in altri settori, rappresentato dal ruolo sempre più di rilievo assunto dalle cc.dd Commissioni per il riesame: di particolare rilievo risulta l'Administrative Board of Review, istituito in seno alla BCE, il Board of Appeal, operante in seno alle tre ESAs e l'Appeal Panel istituito in seno al Meccanismo di risoluzione unico (Lamandini, Munoz, 2020). Pur alla luce delle non secondarie differenze che connotano tali organismi, in generale anche essi stanno fornendo un contributo all'applicazione del diritto dell'Unione e potrebbero forse rivelarsi il nucleo originario di ciò che, in futuro, potrebbe evolversi in una giurisdizione specializzata dell'Unione.

7. Verso il superamento della settorializzazione della regolamentazione finanziaria?

La regolazione del comparto finanziario all'interno dell'Unione procede, con diversi gradi di velocità, seguendo da sempre il tipico impianto a *silos*: disciplina degli enti creditizi, mercato dei capitali, assicurazioni e forme previdenziali. Ciò è chiaramente visibile se si guarda ai principali testi della legislazione finanziaria dell'UE, ma anche se si considera il piano della regolazione/supervisione, rimesso a tre distinte autorità dell'UE (EBA-BCE, ESMA ed EIOPA), ciascuno con competenze diverse nel proprio campo di intervento. E', tuttavia, sempre più evidente il limite di siffatta impostazione. E la legislazione finanziaria dell'UE, per quanto ancora basata su un approccio settoriale, sembra ora sforzarsi di trovare modi per garantire e migliorare la cooperazione tra i diversi regolatori e/o autorità di vigilanza. Un primo strumento è quello di del Joint Committee delle Autorità di supervisione europea, che si è

dimostrato uno strumento flessibile ed efficace. Dall'altro lato, specie negli ultimi tempi, vari "esercizi" di intersettorialità sembrano farsi strada. Un buon esempio di ciò è il regolamento c.d. PRIIPs, che in realtà è uno dei primi, chiari tentativi del legislatore dell'UE di introdurre una regola veramente intersettoriale. Ciò, tuttavia, con il limite che il regolamento PRIIPs non sostituisce regole settoriali preesistenti nei settori in cui si applica, ma si applica in aggiunta ad esse. Anche la regolamentazione dei conglomerati, e delle partecipazioni qualificate al capitale degli intermediari finanziari, mostra una certa tendenza ad andare oltre la settorialità, a favore di regole trasversali. La circolazione di principi, standard e regole in diversi settori è ora testimoniata dal corpus delle regole di condotta aziendale elaborato nel contesto della regolamentazione dei servizi di investimento (Colaert, Busch, Incalza, 2019). Tali regole, il cui nucleo origina dalla Direttiva ISD del 1993, sono progressivamente diventate – con MiFID e MiFID II - il punto di riferimento nel campo della tutela degli investitori e dei consumatori, fornendo un *benchmark* al quale si sono ispirati diversi settori: fondi di investimento, prodotti assicurativi, legislazione bancaria, ecc. La particolarità di questo fenomeno risiede nel fatto che esso sta contribuendo alla definizione di una sorta di “statuto generale” di protezione dei consumatori / investitori nel più ampio contesto della legislazione finanziaria dell'UE (Annunziata, 2020). Il futuro sviluppo della legislazione dell'Unione dovrebbe auspicabilmente vedere una fase di consolidamento della normativa, che sia in grado di andare oltre l'approccio strettamente settoriale sin qui seguito, semplificando e puntando all'enucleazione di principi e regole comuni, alcuni dei quali sono già immanenti nell'attuale assetto normativo: un'opera, si sarebbe detto un tempo, di codificazione del diritto finanziario dell'Unione. Certamente, codificare e sistematizzare in un ambiente istituzionale variegato, complesso e multi-livello come quello che oggi connota l'Unione, è opera estremamente complessa. Tuttavia, l'esperienza italiana degli anni Novanta mostra con chiarezza i pregi di una simile opera.

Bibliografia

AA.VV., *La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob*, Consob, Discussion papers, n. 6/2016.

F. Annunziata, *MiFID as a Template. Towards a General Charter for the Protection of Investors and Consumers of Financial Products and Services in EU Financial Law*, in R. D'Ambrosio, S. Montemaggi (a cura di) *Private and public enforcement of EU investor protection regulation*. Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia, No. 90/2020, p. 21;

F. Annunziata, M. Lamandini, *Weiss e il diritto bancario dell'Unione. Banco di prova dei principi fondamentali del Trattato UE*, in *Giur. Comm.*, 2020, I, 1103;

S. Allegrezza (a cura di) *The enforcement dimension of the single supervisory mechanism*, Padova, 2020;

C. Brescia Morra, *The New European Union Framework for Banking Crisis Management: Rules versus Discretion*, in *European Company and Financial law Review*, 2019, p. 349;

V. Colaert, D. Busch, T. Incalza (a cura di) *European Financial Regulation. Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Oxford, 2019;

R. D'Ambrosio, *The SSM: allocation of tasks and powers between the ECB and the NCAs and organizational issue*, in R. D'Ambrosio (a cura di), *Law and Practice of the Banking Union and of its governing Institutions (Cases and Materials)*, Quaderni di Ricerca Giuridica, Banca d'Italia, No 88/2020, p. 25;

F. Della Negra, *MiFID II and Private Law. Enforcing EU Conduct of Business Rules*, Oxford, 2019;

Expert Group on Regulatory Obstacles to Financial Innovation (ROFIEG), *30 Recommendations on Regulation, Innovation and Finance, Final Report to the European Commission*, Dicembre 2019, disponibile all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/191113-report-expert-group-regulatory-obstacles-financial-innovation_en.pdf;

G. Ferrarini, E. Machiavello, *FinTech and Alternative Finance in the CMU*, in D. Bush, E. Avegouleas, G. Ferrarini (a cura di), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018, 368;

S. Grundmann, H.-W. Micklitz (a cura di), *The European Banking Union and Constitution: Beacon for Advanced Integration or Death-Knell for Democracy?*, Oxford-Portland, 2019

P. Iglesias-Rodríguez, *The Concept of Systemic Importance in European Banking Union Law*, in M. P. Chiti, V. Santoro (a cura di), *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Londra, 2019, pp. 183- 212

M. Lamandini, D. Munoz, *Law and practice of financial appeal bodies (ESAs' Board of Appeal, SRB Appeal Panel): A view from the inside*, in *Common Market Law Review*, Vol. 57, 2020, p. 119;

M. Lamandini, D. Munoz, *Non-performing Loans - New risks and policies? What factors drive the performance of national asset management companies?*, PE 645.734 - Marzo 2021, disponibile all'indirizzo [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2021/645734/IPOL_STU\(2021\)645734_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2021/645734/IPOL_STU(2021)645734_EN.pdf) ;

M. Lamandini, D. Munoz, *EU Financial Law, An Introduction*, Milano, 2016;

N. Moloney, *The age of ESMA. Governing EU Financial Markets*, Londra, 2018;

N. Reich, *General Principles of EU Civil Law*, Cambridge, 2013;

G. Rojas Elgueta, N. Vardi, *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitive e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014;

M. Van Rijsbergen, M. Scholten, *The Limits of Agencification in the European Union*, in *German Law Journal*, 2019, p. 1223;

C. Zilioli, K.-P. Wojcik (a cura di) *Judicial Review in the European Banking Union*, Cheltenham, 2021.

| A. Zoppini, *Il diritto privato e i suoi confini*, Bologna, 2020.