

Dipartimento di Economia & Management

Cattedra di Diritto Bancario

Dalla *Banking Union* alla *Capital Markets Union*: un
progetto *in itinere*

RELATORE:

Prof. MIRELLA PELLEGRINI

CANDIDATO:

FEDERICO ALAGNA

MATR. 173441

ANNO ACCADEMICO 2014 - 2015

Indice

Introduzione	3
1. Dalla crisi all'Unione Bancaria Europea	5
1.1. Premessa.....	5
1.2. Le trasformazioni di fine '900.....	5
1.3. Scoppia la crisi: le risposte statunitensi (segue).....	9
1.4. (segue)...e quelle europee.....	14
2. L'Unione Bancaria Europea	22
2.1. Premessa.....	22
2.2. Il <i>single rulebook</i> e il nuovo <i>framework</i> europeo.....	25
2.3. Il <i>Single Supervisory Mechanism</i> e il <i>Single Resolution Mechanism</i>	32
3. Dall'Unione Bancaria all'Unione dei Mercati dei Capitali	43
3.1. Premessa.....	43
3.2. Il piano di investimenti per l'Europa.....	45
3.3. La <i>Capital Markets Union</i>	48
3.3.1 Considerazioni Generali.....	48
3.3.2 Problemi e prospettive.....	50
Conclusioni	56
Bibliografia e sitografia	58

Se io non sono per me, chi è per me?
E, se io sono solo per me stesso, cosa sono?
E se non ora, quando?
Hillel il Vecchio

Introduzione

La crisi del 2007 - 2008 è stata un fenomeno dalle conseguenze devastanti, per certi versi più gravi di quelle avutesi all'epoca della crisi del '29. Come a quell'epoca, anche questa volta essa ha prima piantato le sue radici ed è cresciuta negli Stati Uniti, e poi si è trasferita nel vecchio continente. Si è detto di tutto circa l'evoluzione della finanza e la diffusione dei mutui *subprime*, dalla cui sottovalutazione del rischio è emersa la crisi, e dalla globalizzazione delle economie del mondo che ha permesso alla stessa di spostarsi, trovando terreno fertile nelle economie europee che già presentavano fattori di criticità. Qui infatti, non tanto i salvataggi dei grandi intermediari - che sono stati effettuati sì, ma in maniera marginale rispetto agli U.S.A. -, quanto i periodi precedenti di spese incontrollate, hanno causato un peggioramento delle finanze pubbliche di diversi Stati membri (in particolare dell'area periferica: Italia, Spagna, Grecia): ciò ha costituito la rampa di lancio per l'esplosione della c.d. crisi dei debiti sovrani, che ha portato un'ondata di sfiducia attorno all'Unione che ha messo a rischio la stessa moneta unica. Tutto ciò ha portato a dei cambiamenti epocali in ottica UE: si è raggiunta la consapevolezza che la semplice cooperazione tra i vari Stati non potesse più essere sufficiente ad assicurare la stabilità; che l'eccessiva frammentazione all'interno del mercato unico tra le giurisdizioni nazionali non potesse permettere la fruizione di tutti i potenziali benefici; che era giunta l'ora di essere un po' meno egoisti e un po' più europei. Ecco perché si è dato avvio ai progetti dell'Unione Bancaria Europea e, all'interno del Piano di investimenti per l'Europa, della Capital Markets Union. Il primo prevede un passaggio di poteri - tipicamente di discrezionalità nazionale - a livello Europeo, in particolare alla BCE (nel contesto del *Single Supervisory Mechanism*) ed al *Single Resolution Board* nel

contenuto dell'omonimo meccanismo. Con tali misure l'Europa cerca di trovare una via d'uscita - definitiva - dalla congiuntura negativa degli ultimi per (finalmente) ripartire e ricominciare a crescere.

Questi argomenti saranno trattati approfonditamente in questo elaborato, che sarà diviso in tre capitoli come segue:

- Nel primo capitolo verrà affrontato il fenomeno della crisi, analizzando prima il periodo di *deregulation* che ha caratterizzato gli ultimi due decenni del XX secolo, il quale ha lasciato troppo spazio di manovra alla finanza, e poi gli avvenimenti degli anni più bui (con le conseguenti misure di risposta portate avanti dai governi) prima negli Stati Uniti e poi in Europa
- Nel secondo capitolo verrà trattata, in maniera approfondita, l'Unione Bancaria Europea in due paragrafi: nel primo si analizzeranno tutte le modifiche normative che si sono rese necessarie per porre una censura col passato e non permettere agli errori commessi di poter essere ripetuti in futuro; nel secondo saranno spiegati la struttura e il funzionamento del Meccanismo Unico di Vigilanza e del Meccanismo Unico di Risoluzione
- Nel terzo capitolo mi concentrerò su quella che è la stretta attuale, andando a descrivere il Piano di Investimenti del Presidente della Commissione Juncker e, al suo interno, quello che è il progetto della *Capital Markets Union*, sottolineando quelli che saranno i problemi da risolvere e i benefici potenziali che può recare al Mercato Unico

1. Dalla crisi all'Unione Bancaria Europea

1.1 Premessa

La crisi finanziaria che si è scatenata nel 2007 negli Stati Uniti, e che poi si è diffusa in molti altri paesi a causa delle interconnessioni tra i vari sistemi economici - trasformandosi in una crisi dell'economia reale - è la più grave dal 1929. La "Grande Recessione", così come è stata rinominata, ha colpito pesantemente il sistema finanziario mondiale portando al fallimento numerosi istituti finanziari anche di grandi dimensioni; inoltre, ha aggravato lo stato delle finanze pubbliche e delle economie di diversi paesi sviluppati - evolvendosi in una crisi dei debiti sovrani - a causa dell'utilizzo di risorse pubbliche per salvare intermediari finanziari di rilevanza sistemica e mantenere la fiducia degli investitori e dei risparmiatori nel mercato. Per capire come un fenomeno di tale portata e con conseguenze che tutt'ora ci affliggono abbia potuto verificarsi, bisogna fare un passo indietro nel tempo e tornare agli anni '80 e '90, durante i quali, in particolare negli Stati Uniti, si assistette ad un processo di deregolamentazione e liberalizzazione che ha portato all'apertura sempre maggiore dei mercati, ad una movimentazione mondiale dei capitali senza controllo e ad uno sviluppo enorme e senza freni della finanza, la quale, con i suoi eccessi, ha fatto da detonatore allo scoppio della crisi.

1.2 Le trasformazioni di fine '900.

«La crisi attuale ha colto sostanzialmente di sorpresa gli economisti, i politici e, cosa abbastanza sorprendente, perfino i pezzi grossi della finanza.» - ha affermato Jan Kregel, importante economista post keynesiano - «Ci sono una serie di ragioni dietro questa interpretazione, ma la principale è che tutti pensavano che il vecchio sistema di regole, messo in piedi dal new deal di

Roosevelt, non fosse abbastanza competitivo. Si pensava che la prima legislazione americana in materia, il *Glass-Steagle Act*, creasse posizioni di monopolio per alcune banche, e questo si riteneva portasse ad inefficienze. Oggi sappiamo che queste presunte inefficienze garantivano almeno un certo grado di stabilità al sistema. Sostanzialmente gli economisti erano quasi tutti a favore di una riduzione delle regole nella finanza, così come i politici. Tutti pensavano che il mercato avrebbe fatto da guida agli operatori nel segno della stabilità; oggi riscopriamo che il mercato ha bisogno di regole per funzionare in maniera efficiente, e che il problema è che ci sono invece troppi settori che non sono regolati adeguatamente»¹.

I principali fautori dei processi di liberalizzazione e deregolamentazione furono il presidente americano Reagan (tanto che poi si parlò di *deregulation reaganiana* o *reaganomics*) e il primo ministro inglese Margaret Thatcher. Entrambi «sono unanimemente ricordati come simboli del conservatorismo, ma nella loro azione politica c'era senza alcun dubbio una profonda base ideologica liberale»² personalità politiche diverse accomunate dalla volontà di cambiamento che li portò ad affrontare (e vincere) le loro sfide, sconfiggendo forze sindacali come quelle dei controllori di volo, abbassando le tasse e abbattendo il livello della spesa pubblica.³ Inoltre resero meno pervasive e più innovative le regole del mercato e della finanza: è di quegli anni, ad esempio, l'introduzione del *leverage buyout*, tecnica con cui una società può acquistarne un'altra facendo ricorso al debito. «La *deregulation* [...] si è sviluppata soprattutto attorno al sistema bancario ombra, costituito dalla miriade di

¹ Kregel J., tratto dal video <<http://www.economia.rai.it/articoli/la-crisi-in-america-2007-2008/13953/default.aspx>>

² Angeli S., *Reagan e Thatcher, ancora un modello di metodo*, <<http://www.rivoluzione-liberale.it/22026/politica/reagan-e-thatcher-ancora-un-modello-di-metodo.html>>, 2012

³ Angeli S., *op. cit.*

istituzioni finanziarie non bancarie.»⁴ Il motivo per cui lo *shadow banking* ha potuto svilupparsi lo ha illustrato bene, fra gli altri, Roberto Perotti, economista italiano, in un articolo del sole 24 ore, spiegando che le banche hanno dovuto trovare un modo, nel periodo di bassi tassi d'interesse, per accrescere la redditività della loro attività attraverso l'indebitamento ma senza andare contro la regolazione sul rischio e la leva finanziaria⁵. Anche in Europa, seppur con il consueto ritardo, si assisteva a cambiamenti simili alla ricerca di una maggiore efficienza che i controlli eccessivi, si riteneva, non permettevano di raggiungere. Questi cambiamenti diedero vita ad un periodo di crescita economica mondiale destinato a durare a lungo, all'interno del quale, grazie al continuo aumento dei capitali in circolazione e degli strumenti finanziari, il mondo dell'intermediazione e dei grandi gruppi bancari divenne una fonte sempre maggiore di guadagno, ma anche di rischio.

Alla fine degli anni '90, poi, sotto la presidenza Clinton, assistiamo a quelle modifiche che forse più di tutte saranno alla base della crisi che si scatenerà di lì a poco. Il provvedimento principale viene approvato nel 1999: stiamo parlando del *Gramm-Leach-Bliley Act*, provvedimento con il quale viene abrogato il *Glass-Steagale Act*, la legge bancaria degli anni '30 rimasta in vigore fino ad allora. Con questa nuova legge veniva cancellata la separazione tra banche commerciali e banche d'investimento, permettendo la creazione dei grandi conglomerati finanziari di oggi e la congestione tra attività bancaria tradizionale e attività di *investment banking*, arrivando, nel periodo massimo di crescita, ad utilizzare i risparmi delle famiglie per la speculazione. Questa si alimentava grazie alla miriade di strumenti presenti ormai nel mercato, dai

⁴ Mannucci D., *La crisi finanziaria mondiale: dalla Deregulation alla Re-regulation*, <http://www.centrostudifinanza.it/index.php?option=com_content&view=article&id=103:la-crisi-finanziaria-mondiale-dalla-deregulation-alla-re-regulation&catid=48:varie&Itemid=40>

⁵ Perotti R., *Economisti alla sbarra, ecco l'atto di accusa*, in «Il sole 24 ore», Milano, 27 Maggio 2009

CDS⁶ alle varie categorie di titoli derivati, i cui mercati *over the counter* erano stati deregolamentati sempre durante l'amministrazione Clinton.

La politica monetaria della FED⁷ che, nei primi anni del nuovo millennio, ha mantenuto i tassi di interesse ai minimi storici, ha favorito il ricorso al prestito per le famiglie, che potevano sfruttare il basso costo del denaro per comprare casa per poi rivenderla; in quel periodo, infatti, i prezzi delle abitazioni erano in costante crescita e questi fenomeni non hanno fatto altro che mantenere il trend positivo e anzi alimentare quella che poi diventerà una bolla immobiliare. Ma come potevano le banche erogare così tanti prestiti? Grazie al procedimento delle cartolarizzazioni: le banche, dopo la concessione dei mutui, invece di aspettare le normali scadenze per recuperare le somme investite, li impacchettavano e li trasformavano in titoli il cui rimborso dipendeva dalla restituzione delle somme da parte dei mutuatari; questi titoli venivano poi collocati sul mercato attraverso delle società veicolo appositamente create, permettendo agli intermediari di recuperare subito i loro soldi per poterli reinvestire. Cambia la logica dell'attività bancaria, passando «dall'approccio *originate to hold* (la banca eroga il mutuo e attende un lasso di tempo prima di recuperare la somma prestata e i relativi interessi) all'approccio *originate and distribute* (la banca eroga il mutuo e lo trasferisce a terzi tramite cartolarizzazione, recuperando subito la somma prestata).»⁸ Così facendo le banche concedevano mutui anche a soggetti poco meritevoli o ad alto rischio di insolvenza, i così detti mutui *subprime*, non preoccupandosi più di valutare attentamente la posizione dei propri clienti, in quanto, grazie al procedimento visto in precedenza, non solo le banche non mantenevano il

⁶ *Credit Default Swap*: titoli con cui un soggetto si accolla il debito di un altro soggetto nei confronti di un terzo creditore in cambio del pagamento di una somma periodica.

⁷ *Federal Reserve System*

⁸ <http://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie>

rischio di questi prestiti nel loro bilancio, ma lo trasferivano ad altri che a loro volta facevano lo stesso secondo l'aspettativa per cui più il rischio si diffonde più si disperde. Inoltre in questo modo le istituzioni finanziarie poterono aumentare le loro attività in rapporto al capitale di rischio sfruttando la leva finanziaria o *leverage*, incrementando sì i profitti ma esponendosi a perdite potenzialmente enormi.

Nella diffusione di questi prodotti complessi, e scambiati fuori dai mercati regolamentati, un ruolo crescente è stato svolto dalle agenzie di rating, tra cui *Moody's* e *Standard & Poor's*, le quali avevano il compito di fornire al mercato valutazioni oggettive del rischio di tali prodotti ma che molto spesso si sono dimostrate quantomeno negligenti - e troppo spesso generose - nei loro giudizi, basati su metodi di qualità insufficiente e condizionati dai conflitti di interessi⁹.

La sostanziale assenza di controlli efficaci ha permesso a questi fenomeni di svilupparsi e diffondersi fino a quando le condizioni di mercato sono mutate radicalmente e repentinamente con le conseguenze disastrose, prima negli Stati Uniti, e poi in tutto il mondo, il cui definitivo superamento è ancora oggi incerto.

1.3 Scoppia la crisi: le risposte statunitensi...(segue)

Come quando, con un soffio, si butta giù anche il migliore dei castelli di carta, così anche le catene che, negli Stati Uniti, imbrigliavano la crisi e cercavano di mantenerla assopita, si sono spezzate, risvegliandola, a causa di cambiamenti di politica economica e congiunturali che portarono stravolgimenti nel mondo della c.d. finanza strutturata e nelle stesse convinzioni degli operatori

⁹ <http://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie>. Vedi anche Troisi A., *Rating e affidamento dell'investitore: profili di responsabilità dell'agenzia*, in «Rivista trimestrale di diritto dell'economia», n. 3 del 2014

finanziari, del settore pubblico e privato. È bastato poco per mettere in moto una serie di eventi negativi concatenati che in pochi anni hanno portato alla fine del modello delle banche d'investimento indipendenti: infatti quelle che non hanno retto sono fallite, mentre quelle che sono sopravvissute hanno modificato il loro status in quello di banche commerciali, riportando l'operatività a standard più tradizionali¹⁰. Ma il fenomeno in questione ha dimostrato una fame di distruzione inesauribile e, dopo aver creato scompiglio e lasciato macerie nell'economia statunitense, si è spostato in Europa, con risultati addirittura peggiori probabilmente dovuti alla lentezza nel processo di integrazione che caratterizza ad oggi gli stati membri dell'UE. Qui, infatti, si è assistito all'evoluzione del terzo stadio del fenomeno che, dopo una crisi finanziaria ed una economica, è divenuta una crisi dei debiti sovrani, di cui parleremo nel prossimo paragrafo. Adesso però cerchiamo di capire ancora meglio come tutto ha avuto origine.

Dopo anni di politica monetaria espansiva perseguita mantenendo a livelli minimi i tassi d'interesse, la Fed dal 2004 cominciò ad innalzare questi ultimi, dati i tassi di crescita che l'economia registrava dall'inizio del nuovo millennio. Tuttavia aumentare i tassi implica che il denaro diviene più costoso per chi lo prende a prestito, perché costretto a pagare interessi superiori; questo è ciò che hanno dovuto affrontare i mutuatari delle banche americane, molti dei quali erano soggetti che non erano in grado di ripagare il loro debito. Come descritto in precedenza, tale possibilità di ricorso al prestito, anche senza merito, era favorita dalla nuova regolazione e dalle banche che cartolarizzavano i loro prestiti; inoltre, spesso, questi venivano richiesti a fini speculativi per sfruttare la bolla immobiliare e il continuo aumento dei prezzi degli immobili. A questo punto cominciano le prime insolvenze delle famiglie,

¹⁰ Mannucci D., *op. cit.*

i primi pignoramenti e le prime perdite. Questo fa sì che diminuisca la domanda di immobili ed esploda la bolla immobiliare, con i prezzi che cominciano a scendere vertiginosamente mettendo le famiglie nella condizione di trovarsi indebitate per un valore nettamente superiore a quello dell'immobile stesso. I mancati pagamenti causano problemi non solo alle banche, ma anche alle società veicolo che, per conto di queste, gestivano i derivati provenienti dalle cartolarizzazioni e il cui rimborso dipendeva dai fondi provenienti dalle rate dei mutui. Venendo meno questa fonte, le società veicolo non riescono più a ripagare i creditori e cominciano a chiedere nuovi fondi alle banche per cui lavoravano.

In questo momento entra in gioco un ulteriore fattore catalizzatore, ossia la crisi di fiducia nelle banche e nel mercato. Una volta capito che questi titoli non valevano niente, le agenzie di rating cominciarono un'opera di declassamento del merito creditizio trasformandoli da sicuri a strumenti senza valore; così come le *SPV*¹¹, anche le banche si ritrovarono senza soldi per garantire linee di credito a queste, e dovettero ricorrere ad un'altra modalità di finanziamento, il prestito interbancario. Ma l'elevata presenza di questi titoli *tossici* nel bilancio di numerose banche ha fatto sì che esse non si fidassero più l'una dell'altra e che, quindi, evitassero di prestarsi soldi a vicenda, causando automaticamente una crisi di liquidità del sistema¹². A peggiorarla, poi, vi fu il fatto che le banche, alla ricerca disperata della liquidità di cui necessitavano, cominciarono a fare le uniche cose che erano in grado di fare, ossia diminuire il credito a famiglie e imprese e a vendere i titoli, per così dire, buoni che possedevano, facendo crollare le borse e diminuire il valore dei propri bilanci, alimentando le perdite. Il *credit crunch*, ossia il blocco del credito, il crollo delle

¹¹ *Special Purpose Vehicle*, termine inglese per definire le società veicolo

¹² <http://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie>

borse e dei prezzi immobiliari, il mutamento delle aspettative nella popolazione spinse la crisi dal settore finanziario a quello reale, scatenando la recessione economica che ha colpito gli Stati Uniti per diversi anni e che tutt'ora affligge molti stati europei.

Il punto di svolta negativo si ha nel momento in cui i primi colossi della finanza, *Bear Stearns*, *Lehman Brothers Holding Inc.* e *AIG*¹³, nonché le due società *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, che avevano linee di credito preferenziali con il governo, aprirono a scenari di fallimento a causa delle forti perdite subite. La prima viene salvata dal fallimento grazie ad un'operazione di salvataggio che si conclude con l'acquisizione della società da parte di *JP Morgan*, sostenuta dalla Fed; un'operazione talmente importante che la stessa *JP Morgan* è costretta a tranquillizzare azionisti e mercato sull'ininfluenza della stessa sulla propria situazione economico-finanziaria. Il discorso riguardante *Fannie Mae* e *Freddie Mac* è un po' più complicato perché gli interessi coinvolti erano maggiori: grazie, come detto, alle linee di credito agevolate con la Casa Bianca, la loro solidità, anche futura, non era mai stata messa in dubbio, e per questo numerosi paesi sviluppati o emergenti, tra cui Cina, Giappone, Russia, avevano investito cifre notevoli in titoli legati ai *subprime*. Una loro bancarotta avrebbe avuto dei risvolti a livello mondiale molto preoccupanti. Ecco perché, sotto la spinta dei governi di questi e altri paesi, Bush decide di intervenire con forza assicurando ad entrambe le società interventi per 100 miliardi, risollemandole. Lo stesso trattamento non è stato riservato alla *Lehman Brothers*: la mancanza di prestiti da parte del governo e di possibili cordate che potessero procedere alla sua acquisizione hanno portato il colosso finanziario, il 15 Settembre 2008, a procedere all'istanza di ammissione alle procedure fallimentari (il famoso *Chapter 11*), con ovvie e gravi conseguenze nelle borse

¹³ *American International Group*, importante società di brokeraggio assicurativo

di tutto il mondo così come nel mercato interbancario e nella fiducia, ancora una volta e maggiormente minata. Gli interventi dello stato riprendono quando a patire sono le casse di *AIG*, che appunto non viene abbandonata ma aiutata con un piano di finanziamento che prevede l'acquisizione, da parte della Casa Bianca, di circa l'80% della società¹⁴.

Tutte queste operazioni erano parte del c.d. *Troubled asset relief program* (*Tarp*), un programma di acquisto di titoli tossici e finanziamenti, facente parte del piano *Paulson*¹⁵, approvato dal parlamento americano in risposta alla crisi, il quale ha segnato la fine del periodo di *deregulation*. Il *Tarp*, che all'inizio prevedeva stanziamenti per 700 miliardi, arrivò alla spaventosa cifra di 7.700 miliardi di dollari: un'immissione di liquidità senza precedenti nella storia¹⁶! Inoltre, la Fed negli anni successivi adottò nuovamente una politica monetaria espansiva attraverso diverse operazioni di *quantitative easing*, nel tentativo di rilanciare l'economia in affanno. Il procedimento è semplice: la banca centrale stampa moneta e la utilizza per acquistare titoli di stato o altre obbligazioni in modo da abbassare i tassi e rendere meno oneroso il rifinanziamento del debito pubblico; stampare moneta, allo stesso tempo, provoca altri due effetti, che sono l'aumento dell'inflazione e la riduzione del cambio della moneta, che favorisce le esportazioni. Accanto a questo tipo di interventi, prettamente di politica monetaria, ve ne furono anche diversi altri, di regolazione, come il divieto di vendite allo scoperto sui mercati, fatte per speculare sul ribasso dei prezzi azionari.

Il governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco ha avuto modo di sintetizzare in maniera efficace ciò che è successo: «La deregolamentazione si è scontrata

¹⁴ Franza E., *La grande truffa. Le tante ragioni della crisi della finanza 2008-2009*, Casa Editrice Centro Negozi s.r.l., Roma, 2009

¹⁵ Henry Merritt Paulson, Segretario al Tesoro degli Stati Uniti sotto la presidenza Bush

¹⁶ www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie

con l'incapacità sia degli operatori del mercato sia delle autorità di valutare appieno i rischi insiti nei nuovi modelli di intermediazione e di tenere conto delle fondamentali "non linearità" degli andamenti economici e dei prezzi delle attività finanziarie. L'innovazione finanziaria che ha caratterizzato i primi anni del ventunesimo secolo è stata sospinta dall'idea che essa permettesse una piena diversificazione del rischio. Ma questa idea era basata sull'ipotesi fallace che l'economia segua sempre percorsi stazionari e che deviazioni dall'equilibrio tendano ad essere rapidamente riassorbite, trascurando, inoltre, il fatto che nelle pieghe della regolamentazione possano insinuarsi comportamenti opportunistici da parte degli investitori»¹⁷.

1.4 (segue)...e quelle europee.

Dopo aver colpito principalmente gli Stati Uniti, la crisi si è spostata nel vecchio continente, trovando «un sistema finanziario troppo grande, che aveva accumulato rischi eccessivi di ogni sorta e troppo poco capitalizzato»¹⁸, nonché un processo d'integrazione europea ancora troppo lento. Numerosi, tra cui l'Italia, sono stati i paesi che nei periodi di crescita economica, invece di accumulare risorse e diminuire debito e spesa pubblica per essere in grado di far fronte a eventuali cambiamenti congiunturali, hanno continuato ad accumulare squilibri, in maniera poi rivelatasi insostenibile. Questo avrebbe dovuto comportare, sulla carta, l'impossibilità, per questi paesi, di aderire alla moneta unica: infatti, i parametri stringenti del Trattato di *Maastricht*¹⁹, riguardanti in particolare i limiti sul *deficit* annuo di bilancio e sul livello di

¹⁷ Visco L., *Ruolo, responsabilità, azioni della Banca Centrale nella "lunga" crisi*, Università degli studi di Firenze, 18 Gennaio 2013

¹⁸ Onado M., *Ultima chiamata per salvare l'Euro?*, in «Economia italiana», Unicredit Group Roma, volume 1/2013, pp. 17-23

¹⁹ Vedi Pellegrini M., *Banca Centrale Nazionale e Unione monetaria europea*, Cacucci editore, Bari, 2003

debito²⁰, apparivano incompatibili con la situazione di finanza pubblica di detti stati. Tuttavia, è prevalsa la tesi che il rispetto di almeno alcuni di detti parametri (in particolare il limite sul *deficit*) avrebbe permesso, nel lungo periodo, una convergenza verso livelli più sostenibili anche del debito, tesi peraltro basata su previsioni di crescita economica poi disattese. Non ha giovato alla credibilità del progetto la circostanza che, in presenza di un rallentamento dell'economia, anche i paesi più "virtuosi" abbiano chiesto ed ottenuto dall'UE una maggiore flessibilità dei parametri, in modo da poter aumentare la spesa pubblica. Inoltre, «il Trattato europeo ha fissato l'asticella del debito solo con riferimento a quello pubblico, tollerando così che si accumulassero debiti privati in quantità straordinarie»²¹. La crisi, innestandosi in questo quadro, ha causato un generale peggioramento dello stato delle finanze pubbliche dei paesi europei, sia di quelli "virtuosi", come la Germania, per la necessità di sostenere con fondi pubblici le banche in difficoltà, sia di quelli, come l'Italia, i cui sistemi bancari, seppure più solidi, sono stati messi comunque in difficoltà dal mutamento di percezione del rischio sovrano da parte del mercato. Va considerato che, allo scoppio della crisi, il livello di unità politica all'interno dell'Unione non era sufficiente per dare una risposta unitaria al fenomeno, e dunque i singoli stati membri hanno dovuto cavarsela da soli. La gran Bretagna, in primis, è stata costretta a nazionalizzare la *Northern rock*, colosso finanziario, dopo che le sue perdite avevano causato la fila agli sportelli dei depositanti, e a salvare altre banche minori in Inghilterra e Scozia; nel frattempo l'Irlanda si impegnava a garantire completamente attività e passività delle sue banche, aggravando lo stato delle sue finanze pubbliche. Nell'Europa continentale, altri due importanti intermediari, *Dexia* e

²⁰ Il Trattato istitutivo dell'Unione Monetaria obbligava gli stati aderenti a non superare un rapporto annuo *deficit*/PIL pari al 3% e ad avere uno stock di debito tutt'al più pari al 60% dei PIL

²¹ Onado M., *op. cit.*

Fortis, vengono salvate dal fallimento grazie all'intervento congiunto di Belgio, Paesi Bassi e Lussemburgo, a cui si aggiungerà in un secondo momento la Francia. Dal canto suo la Germania è stata impegnata in una «iniezione di denaro pubblico [...] per salvare *Hypo Real Estate* (HRE)»²² e nella preparazione di un piano più generale che riguardasse l'intero sistema. In Italia l'unica misura che si è resa necessaria sono stati i 4 miliardi di euro erogati a favore del Monte dei Paschi di Siena, che si trovava ad avere un importante *deficit* patrimoniale a causa della poco chiara operazione di acquisizione della banca Antonveneta²³. Tutto ciò si è tradotto nella c.d. crisi dei debiti sovrani, termine con cui si indica il repentino mutamento delle aspettative del mercato sulla sostenibilità del debito di alcuni stati, fra cui l'Italia, che ha fatto schizzare i rendimenti dei rispettivi titoli fino a valori non più legati alle reali condizioni economiche del Paese; conseguentemente, ciò ha messo in difficoltà anche i vari sistemi bancari nazionali, i cui attivi erano in larga parte investiti in titoli del debito pubblico. La crisi ha così reso evidente quanto forte sia il legame tra uno stato e il suo sistema bancario, e come i canali di trasmissione della stessa possano andare in entrambe le direzioni, sia dalle banche allo stato che viceversa²⁴. Nel momento in cui si è materializzato il rischio del fallimento di uno o più debitori sovrani, con la conseguente inevitabile fuoriuscita di quegli stati dall'euro, ed è stata quindi messa in discussione la stessa possibilità di sopravvivenza della moneta unica, la BCE ha deciso di scendere in campo in maniera perentoria, con operazioni convenzionali e non²⁵: è ormai storica la dichiarazione del suo presidente,

²² Franza E., *op. cit.*

²³ Conti C., *Mps, tutto quello che c'è da sapere*, <<http://espresso.repubblica.it/affari/2013/07/30/news/mps-tutto-quello-che-c-e-da-sapere-br-1.57226>>, 30 Luglio 2013

²⁴ Commissione Europea, *European Financial Stability and Integration report 2011*, Bruxelles, 13 Aprile 2012

²⁵ Per quanto riguarda le misure di intervento diretto sul mercato, si ricordano le varie iniziative di *quantitative easing* della BCE via via denominate in modo diverso: dal *Security Market Program* alle *Longer Term Refinancing Operations* (LTROs), dalle *Outright Monetary Transactions* (OMTs) fino alle *Targeted Longer Term Refinancing*

Mario Draghi, nel momento peggiore della crisi e della, seppur breve, storia dell'euro, alla *Global Investment Conference* di Londra, nel Luglio 2012: «All'interno del nostro mandato, la BCE è pronta a fare tutto quanto è necessario per preservare l'euro. E credetemi, sarà abbastanza»²⁶. Questo intervento, da solo, è stato in grado di spegnere i focolai di una possibile uscita di qualche paese - Grecia in testa - dall'euro, ed è riuscito a placare le tensioni del mercato. Un punto di svolta nella crisi europea. In questo modo la BCE rispondeva concretamente a quanti fra gli economisti sostenevano che nel suo mandato non c'era spazio per occuparsi della crisi dei debiti sovrani. Ma il compito della Banca Centrale, responsabile della politica monetaria dell'eurozona, era quello di mantenere la stabilità monetaria nell'area, identificata con un tasso d'inflazione intorno al 2%²⁷. Ma come si può ritenere che la BCE si dovesse disinteressare della crisi dei debiti sovrani, se ciò poteva mettere a rischio la stessa esistenza della moneta?

Per quanto concerne, invece, gli interventi della BCE di concerto con la Commissione Europea e il Fondo monetario internazionale - la c.d. *Troika* -, riguardanti prestiti diretti, rifinanziamenti e ristrutturazioni del debito, a differenza di quelli citati prima sono stati (e sono) adottati a favore dei paesi che ne hanno bisogno, previo un impegno serio della controparte a compiere quei passi necessari, seppur dolorosi, perché si superino, o per lo meno si

Operations (TLTROs). Altre misure inusuali adottate dalla stessa istituzione sono state l'accettazione di prestiti come garanzie collaterali per ottenere denaro dalla BCE, nonché la diminuzione del tasso di riserva obbligatoria. Si veda anche Rossano D., *Legittimo il programma "OMT": la Corte di Giustizia dà ragione alla BCE* (*Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Grande Sezione, 16 Giugno 2015*); Troisi A., *Gli strumenti di intervento della BCE e le prospettive dell'Unione Europea* (*Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Grande Sezione, 16 Giugno 2015*), in «Rivista trimestrale di diritto dell'economia», n. 2 del 2015; Capriglione F. - Semeraro G., *Il Security Market Programme e la crisi dei debiti sovrani. Evoluzione del ruolo della BCE*, in «Rivista trimestrale di diritto dell'economia», 2011

²⁶ Draghi M., intervento alla *Global Investment Conference*, <<https://europeancentralbank.wordpress.com/2012/07/26/verbatim-delle-osservazioni-di-draghi-il-26-luglio-a-londra/>>, Londra, 26 Luglio 2012

²⁷ Interessante, al proposito, l'articolo di Di Donfrancesco G., *Svolta Fmi: «Inflazione al 4%»*, in «Il sole 24 ore», del 13 Febbraio 2010, in cui si parla di un cambio di rotta del Fondo monetario internazionale nell'indicazione dell'obiettivo target di un tasso d'inflazione, ritenendo il 2% un valore troppo basso e non adeguato

pongano le basi per superare, quelle debolezze strutturali che avevano richiesto detti interventi. I fondi provenienti dall'*European Financial Stability Facility* (EFSF), creato nel 2010 e poi rimpiazzato, nel Luglio 2012, dall'*European Stability Mechanism* (ESM), meglio noto come "fondo salva - Stati" (il cui intervento, però, è circoscritto ai paesi aderenti al c.d. *fiscal compact*, di cui tratteremo a breve), si sono appunto mossi di pari passo con le politiche di *austerity* che hanno caratterizzato gli anni recenti, anche in Italia, con effetti che, tuttavia, hanno rappresentato un ulteriore ostacolo al superamento della crisi. Basti pensare al momento che sta attraversando la Grecia: un paese che ha ricevuto cospicui aiuti, diverse ristrutturazioni del debito sovrano, e che, nonostante questo, non riesce ad intravedere la c.d. "luce in fondo al tunnel", a causa in *primis* della mancanza, ancora oggi, di riforme interne sufficienti, ed in *secundis* del fatto che i soldi immessi nel sistema bancario non sono mai riusciti a sbloccare l'erogazione del credito perché sono stati, invece, utilizzati per servire il debito stesso. Un'evoluzione molto importante che si è verificata nel passaggio dal primo al secondo fondo, di cui prima, è quella che si concretizza nel c.d. *bail-in*, termine con cui si vuole indicare la partecipazione dei creditori privati alle perdite dei soggetti finanziari o istituzionali (anche la nuova Unione Bancaria, come vedremo, col suo *single resolution mechanism*, sarà basata su tale principio). Già nel Febbraio 2012, nell'ambito dell'operazione di salvataggio della Grecia, con l'operazione definita *Private Sector Involvement* (PSI), i detentori privati del debito greco hanno accettato una ristrutturazione sostanziosa dello stesso²⁸.

Anche se osteggiate da più parti, le politiche di cui sopra sono assolutamente necessarie per correggere gli squilibri delle finanze pubbliche degli stati UE

²⁸ Capriglione F. - Semeraro G., *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, Torino, UTET, 2012

che rischiano di portare al tracollo. È facile capire, poi, che il programma di aiuti erogati dalla *Troika* non può che rappresentare una risposta di emergenza ad un problema che, per la sua complessità, può essere superato solo attraverso lo sforzo coordinato tra Stati membri e istituzioni europee, attraverso l'emanazione di norme uniformi e il controllo severo sulla loro adozione e il loro rispetto. In questa ottica si muove il Trattato, denominato *fiscal compact*, sottoscritto dagli stati dell'UE - esclusi Regno Unito e Repubblica Ceca -, che reca nuove regole di bilancio (molto importante quella del c.d. *debt brake*, che, in sostanza, impone a tutti gli stati di prevedere, a livello costituzionale, il pareggio di bilancio, e a quelli con un debito superiore al 60% del PIL, di ridurlo in maniera costante) che dovranno essere adottate in modo da ottenere un maggiore rispetto di quel Patto di stabilità e crescita, pilastro fondante dell'Unione Europea, quasi mai rispettato nelle sue prescrizioni²⁹.

La crisi è stata un fattore importantissimo nel processo di costruzione di una vera, unita ed efficiente Unione Europea. Tutti i maggiori leader politici, oltre alla società in generale, hanno capito quanto importante sia, per superare la crisi, un aumento dell'integrazione, e non una sua retromarcia³⁰. «L'emersione di significative diversità tra i paesi membri e, soprattutto, il riferimento alla differente capacità reattiva con cui i medesimi si sono contrapposti alla recessione [...] hanno agito da elemento catalizzatore nel far ravvisare la necessità di ricercare un nuovo "modo di stare insieme". [...] In altri termini, la crisi ha evidenziato l'esigenza di disegnare ed attuare un modello tecnico organizzativo a base del quale vi sia uniformità di regole e condivisione delle politiche economiche; presupposto ineludibile per assicurare un adeguato

²⁹ Capriglione F. - Semeraro G., *op. cit.*

³⁰ Draghi M., intervento alla *Global Investment Conference*, cit

processo di convergenze, sì da evitare che queste ultime, per quanto auspiccate da tutti, continuassero ad essere, sul piano delle concretezze, ancora una meta lontana, di difficile realizzazione»³¹. L'elaborazione, a fronte delle conclusioni del gruppo di lavoro *de Larosiere*, di una nuova architettura di vertice del sistema finanziario europeo, è un passo importante in tale logica. Tale architettura, il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF), si basa su due pilastri: il primo è l'*European Systemic Risk Board* (ESRB), con a capo lo stesso presidente della BCE, con incarichi di vigilanza macro prudenziale per preservare la stabilità dell'intero sistema, inclusa la possibilità di emanare *standards* e *guidelines*; il secondo è rappresentato da tre nuove diverse autorità a cui sono assegnati compiti di vigilanza micro prudenziale in tre diversi settori - l'*European Banking Authority* per il settore bancario, l'*European Securities and Markets Authority* per il mercato finanziario e l'*European Insurance and Occupational Pensions Authority* per il settore pensionistico - e che lavorano a stretto contatto con le autorità dei vari paesi membri. « Tali autorità, che denotano sostanziale equivalenza di fini e compiti, svolgono una funzione volta alla prevenzione dell'arbitraggio regolamentare (perseguita mediante un'attenta azione di rafforzamento della solidità, efficacia e coerenza della regolamentazione e della vigilanza), nonché al controllo dei rischi (attuato attraverso un costante monitoraggio dei mercati e delle attività finanziarie) ed alla protezione degli utenti e dei servizi (cui si ricollega un sostanziale obbligo di gestione della crisi e di analisi della stabilità sistemica)»³². La loro attività di consulenza e di predisposizione di normative comuni presuppongono la volontà, ormai chiara a livello europeo, di giungere ad una regolamentazione omogenea (*single rulebook*) che permetta di risolvere i problemi di

³¹ Capriglione F. - Troisi A., *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi. La difficile conquista di una dimensione europea*, UTET, Torino, 2014

³² Capriglione F. - Troisi A., *op. cit.*

coordinamento da sempre caratterizzanti l'UE³³. Sulla base di ciò, un'ulteriore, ampio, passo avanti è stato fatto quando, nel 2012, in piena crisi, la diffusa consapevolezza del bisogno di rafforzare maggiormente l'Unione Europea, per giungere a una soluzione definitiva che permettesse di evitare il ripetersi delle criticità degli anni precedenti, ha spinto il Consiglio Europeo a dare il via alle consultazioni per l'elaborazione di un meccanismo di vigilanza unico e la creazione della nuova Unione Bancaria Europea³⁴.

³³ Capriglione F. – Semeraro G., *op. cit.*

³⁴ Capriglione F. – Troisi A., *op. cit.*

2. L'Unione Bancaria Europea

2.1 Premessa

L'evoluzione della disciplina comunitaria, a cui si è assistito negli ultimi anni, ha sperimentato una accelerazione senza precedenti rispetto alle aspettative. Fino a pochi anni fa, nessuno, nemmeno gli addetti ai lavori, si sarebbero aspettati cambiamenti della portata di quelli che stiamo vivendo. La crisi, con le sue conseguenze, ha richiesto sforzi enormi e soluzioni innovative per trovare una via d'uscita. Si è reso evidente agli occhi dei regolatori, da un lato, lo stretto legame che intercorre tra uno Stato e il proprio sistema bancario fino al punto che le criticità di un singolo istituto possono causare gravi problemi, o addirittura il *default*, dell'intero paese; e dall'altro, quanto le interconnessioni dei vari sistemi economici costituiscano una base più che solida per "infezioni" sistemiche, in particolare nel mercato unico europeo. L'Europa è stata reattiva nel rispondere alle esigenze degli Stati membri maggiormente in difficoltà e nel far tornare quella fiducia negli investitori che la crisi economica e dei debiti sovrani ha portato a livelli che hanno minato la stessa sopravvivenza della moneta unica. Le iniziative di cui si è resa protagonista la BCE, di forza e portata straordinarie, sono state puntuali e necessarie affinché nel mercato potessero essere ristabilite condizioni meno asfissianti per le finanze pubbliche di alcuni Stati membri (inclusa l'Italia). Ma queste iniziative non possono essere considerate (e non lo sono mai state) delle soluzioni definitive, che permettano una fuoriuscita dalla situazione attuale; tutt'al più esse hanno rappresentato risposte efficaci ad esigenze momentanee.

Nel suo discorso al seminario organizzato da *Europolis* and *Wirtschaftswoche* nel 2013, Yves Mersch, membro del Comitato Esecutivo della BCE, affermava come la crisi ci ha insegnato quanto sia importante prevenire ed evitare il

contagio tra stato e banca, e viceversa; quanto i tentativi di ristabilire una sostenibilità fiscale siano ostacolati dagli interventi di salvataggio degli intermediari effettuati con finanze pubbliche (c.d. *bail-out*) che peggiorano le condizioni di finanziamento sia per gli Stati che per le stesse banche; quanto le pressioni provenienti dal mercato creino una frammentazione nell'allocazione delle risorse e provochino ritardi nella ripresa e nella crescita economica (ad esempio, le possibilità che le banche erogino prestiti alle imprese o agli individui è molto più elevata in paesi del Centro e Nord Europa che in quelli del Sud)³⁵.

Ed invero, il fatto che i paesi si focalizzino sempre di più sul mercato nazionale causa dei danni al mercato unico, che dovrebbe invece fungere da base per la crescita dell'intera area, ed ostacola la trasmissione all'economia reale degli impulsi di politica monetaria da parte della BCE³⁶. La crisi ha anche evidenziato due ulteriori criticità: in *primis*, che il *framework* di regole creato negli anni precedenti – in particolare le regole sul capitale delle banche adottate in base alle proposte del Comitato di Basilea – si è dimostrato lacunoso e inadeguato nell'assicurare stabilità finanziaria e fiducia degli investitori (a dimostrazione vi è la stessa esplosione della crisi); in secondo luogo, che non si può prescindere da una più profonda integrazione a livello europeo, in quanto, come più volte rimarcato, viviamo oramai in un mondo interdipendente, in cui non solo i fattori positivi, ma anche le criticità, di un singolo soggetto possono coinvolgere tutti gli altri attori. D'altronde, come ha affermato l'attuale presidente della BCE Mario Draghi, l'integrazione finanziaria e l'euro sono necessari l'una all'altro: la prima dà senso alla

³⁵ Mersch Y., *Speech at the seminar organised by Europolis and Wirtschaftswoche*, Berlino, 5 Aprile 2013

³⁶ Commissione Europea, *Memo. Legislative package for banking supervision in the Eurozone – frequently asked questions*, Bruxelles – Strasburgo, 12 Settembre 2012

presenza di una moneta unica, mentre questa permette di massimizzare i benefici di un mercato unico³⁷.

Avendo raggiunto questa consapevolezza, l'Unione Europea ha deciso di dare un nuovo impulso alla sua storia, proseguendo nel processo di riforma cominciato con l'introduzione del SEVIF e decidendo l'istituzione dell'Unione Bancaria Europea. «Viene segnata [...] una svolta nelle modalità di esercizio della supervisione; di fondo, v'è la convinzione che solo una globale rivisitazione delle regole da cui è disciplinata la finanza – o, più esattamente, il comparto degli intermediari finanziari – può ritenersi idonea ad avviare adeguate forme di risanamento. È questa la premessa logica da cui muove il Consiglio nel ricercare una formula organizzativa in grado di evitare i rischi che, fino ad oggi, hanno minato la ripresa economica, riducendo il potenziale dell'Europa di beneficiare di un graduale miglioramento delle prospettive economiche globali. Si è in presenza di una sfida che demanda ad un innovativo progetto di riforma la possibilità di rafforzare il processo d'integrazione europea. Tale progetto si compendia nella definizione delle forme di controllo bancario, riconducendo ad unità le modalità dell'*agere creditizio*; donde il raggiungimento di obiettivi di uniformità ed uguaglianza tra gli intermediari, cui si ricollegano più elevati livelli di concorrenza e, dunque, la possibilità di migliorare il coordinamento e la cooperazione tra gli Stati membri»³⁸. Ma prima di analizzare quali sono le caratteristiche principali dell'UBE, bisogna capire quali sono le sue fondamenta: non si poteva di certo basare un progetto così ambizioso sulle regole che ci hanno condotto alla crisi!

³⁷ Draghi M., *Speech at the conference for the 20th anniversary of the establishment of the European Monetary Institute*, Bruxelles, 12 Febbraio 2014

³⁸ F. Capriglione - A. Troisi, *op. cit.*

2.2 Il *single rulebook* e il nuovo *framework* europeo

La crisi ci ha insegnato quanto «la qualità e la completezza dell'integrazione importi. Ci sono costi che possono sorgere da un tipo di integrazione finanziaria di breve termine e reversibile; o dall'aver perfetta integrazione in un mercato e frammentazione in un altro. Una questione chiave per l'area euro è dunque: come possiamo generare un'integrazione finanziaria di maggior qualità per il futuro?»³⁹.

Da qui si è partiti, a livello comunitario, per costruire un nuovo *set* di regole uniformi per eliminare la frammentazione presente tra le varie regolazioni nazionali, oltre che riempire quei vuoti che hanno permesso alla finanza mondiale di accumulare rischi fino ad un livello insostenibile, attraverso nuovi strumenti *ad hoc* – peraltro non chiaramente regolamentati – che sembravano invece eliminarli. Al riguardo, nella ricerca di una formula che potesse essere adeguata sia per gli Stati dell'eurozona che per gli altri membri dell'UE, un ruolo importante è stato ricoperto dall'EBA, l'autorità responsabile per il settore bancario all'interno dell'Unione, che con i suoi poteri e la sua natura tecnica è riuscita ad assicurare che le proposte della Commissione si traducessero in quel *level playing field* assolutamente necessario.

Il principale campo su cui si è lavorato è stato quello più messo in crisi negli ultimi anni: parliamo della regolamentazione sulla quantità e qualità del capitale degli istituti finanziari. A livello globale tali regole vengono stabilite – per poi essere implementate dai Paesi aderenti – dal famoso Comitato di Basilea sulla Supervisione Bancaria (in inglese, *Basel Committee on Banking Supervision*). L'accordo di Basilea II, sotto la cui vigenza è esplosa la crisi,

³⁹ Draghi M., *Speech at the conference for the 20th anniversary of the establishment of the European Monetary Institute*, cit

tradotto nella *Capital Requirements Directive* (CRD, 2006/49/UE), prevede una regolazione sulla quantità e qualità del capitale che una banca deve obbligatoriamente detenere in modo da poter essere preparata a coprire i rischi che connaturano la sua attività. Essendosi manifestata la sua inadeguatezza, sotto la spinta del G-20 si è assistito ad un impegno, a livello internazionale, nel tentativo di pervenire ad un nuovo quadro regolamentare per migliorare la qualità del capitale circolante, introdurre nuove misure per ridurre l'aumento della leva finanziaria nonché per combattere la pro - ciclicità. Il nuovo accordo di Basilea III è il risultato di questi sforzi. Tali nuove regole dovrebbero permettere alle banche di essere in grado di assorbire con maggior efficacia gli *shock* e le perdite in cui possono incorrere, così da evitare un coinvolgimento sostanzioso delle finanze pubbliche come invece è successo con la crisi. Tuttavia, come comunica il nome stesso, quelli di Basilea sono accordi, e non leggi, ed in quanto tali devono essere analizzati approfonditamente per non incorrere in una trasposizione acritica in regole, in modo da assicurare una quadratura con le regolazioni comunitarie e nazionali e non creare distorsioni all'interno del mercato unico. A dispetto del passato, il *framework* di Basilea III si è tradotto non solo nella *Capital Requirements Directive IV* (CRD IV, 2013/36/UE) ma anche nel *Capital Requirements Regulation* (CRR, (UE) n. 575/2013). Una direttiva ed un regolamento che aggiungono elementi rispetto alle previsioni dell'accordo a cui si riferiscono: la prima rafforza la *governance* aziendale, la differenziazione dei componenti degli organi decisionali, i piani di remunerazione per gli stessi e la trasparenza, per assicurare una migliore analisi del rischio e una maggiore varietà di punti di vista nelle decisioni; la seconda introduce un *single rulebook*, una regolazione unitaria fortemente richiesta dagli Stati membri durante la crisi, che permetta uniformità nell'implementazione di Basilea III ed un

miglior funzionamento del mercato unico. Questo *rulebook* non è altro che l'insieme delle previsioni su capitale, liquidità, leva finanziaria ed altri aspetti importanti dell'attività degli istituti finanziari.

Directive (Strong links with national law, less prescriptive)	Regulation (Detailed and highly prescriptive provisions establishing a single rule book)
Access to taking up/pursuit of business	Capital
Exercise of freedom of establishment and free movement of services	Liquidity
Prudential supervision	Leverage
Capital buffers	Counterparty credit risk
Corporate governance	Large exposures
Sanctions	Disclosure requirements

Peraltro, gli Stati membri sono autorizzati ad attrezzarsi con regole più stringenti qualora lo ritengano necessario (per esempio, Regno Unito, Spagna, Cipro hanno già rafforzato alcuni elementi di Basilea III - come il livello di capitale - o hanno in programma di farlo)⁴⁰.

Il secondo aspetto su cui si è voluto fortemente incidere è il legame negativo, evidenziatosi in tutta la sua criticità durante la crisi, tra la situazione delle finanze di uno Stato e il relativo sistema bancario. Nel precedente capitolo abbiamo visto come, in molti paesi, i tentativi di salvataggio degli istituti di maggiore rilevanza a livello sistemico abbiano influito negativamente sui bilanci statali facendo aumentare i debiti pubblici; questi aumenti, poi, hanno causato il peggioramento delle aspettative del mercato sulla capacità di detti paesi di riuscire a ripagare i propri debiti, con ripercussioni sulle condizioni di rifinanziamento nel mercato dei titoli del debito pubblico. Allo stesso modo le banche, già in difficoltà, sono state ulteriormente colpite da queste turbolenze,

⁴⁰ Commissione Europea, *Memo. Capital Requirements - CRD IV/CRR - Frequently Asked Questions*, Bruxelles, 16 Luglio 2013. Vedi anche Masera R., *The Basel III global regulatory framework: a critical review*, in «Rivista trimestrale di diritto dell'economia», n. 3 del 2011

in quanto da sempre detentrici di un elevato ammontare di titoli pubblici del proprio paese, determinando ulteriori necessità di finanziamenti esterni per evitare il fallimento. Questo circolo vizioso, basato sui continui *bail – out* delle banche (salvataggi tramite soldi pubblici), è stato, ed è, alla base della crisi europea dei debiti pubblici.

Per vero, è venuto in considerazione anche il problema di come affrontare i casi in cui ad avere problemi fossero delle banche con un'operatività *cross – border*, con inevitabili incertezze sulle regole da adottare in ogni singolo caso. Ed è per questo che è stato necessario un intervento preciso e mirato degli organi europei per recidere questo pericoloso legame economico. Così, verso la fine del 2013, è stato raggiunto l'accordo per l'emanazione della *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD, 2014/59/UE), la quale prevede l'istituzione di un nuovo ed efficace quadro regolamentare per affrontare le difficoltà degli istituti finanziari, cercando di assicurare costantemente la stabilità del sistema. Questo nuovo impianto «fornisce alle autorità disposizioni più complete ed efficaci per affrontare i fallimenti delle banche a livello nazionale, così come accordi di cooperazione per contrastare i fallimenti delle banche *cross – border*». Mentre in passato, nelle procedure di insolvenza, si è dato maggiore rilievo alla protezione dei creditori, con questa direttiva cambia l'atteggiamento delle autorità, che indirizzano la loro attenzione verso la protezione dei contribuenti, della continuità operativa degli intermediari – in quanto la loro attività è fondamentale – e della stabilità del sistema⁴¹. «Sottoporre una banca a risoluzione significa avviare un processo di ristrutturazione gestito da autorità indipendenti – le autorità di risoluzione – che, attraverso l'utilizzo di tecniche e poteri offerti ora dalla BRRD, mira a

⁴¹ Commissione Europea, *Memo. EU Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD): Frequently Asked Questions*, Bruxelles, 15 Aprile 2014

evitare interruzioni nella prestazione dei servizi essenziali offerti dalla banca (ad esempio, i depositi e i servizi di pagamento), a ripristinare condizioni di sostenibilità economica della parte sana della banca e a liquidare le parti restanti. L'alternativa alla risoluzione è la liquidazione. In particolare, in Italia, continuerà a poter essere applicata la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal Testo unico bancario, quale procedura speciale per le banche e gli altri intermediari finanziari, sostitutiva del fallimento applicabile alle imprese di diritto comune»⁴². A partire dal 1° Gennaio 2015, con l'entrata in vigore delle suddette regole, le banche e le autorità devono preparare dei piani *ad hoc* di recupero e risoluzione per essere pronti a rispondere a situazioni di stress; se questi piani non risolvono la situazione, e l'intermediario in oggetto è vicino al fallimento, le autorità sono equipaggiate con maggiori poteri di intervento per cercare di evitare in tutti i modi l'insolvenza (possibilità di sostituire temporaneamente il *management* o richiedere incontri con gli *shareholders*); inoltre, e questo è il più importante cambiamento recato dalla direttiva, poiché permette la dissoluzione del legame Stato - banche, si introduce, per i casi conclamati di insolvenza per cui le precedenti misure non sono state sufficienti, il meccanismo del *bail - in*. Questo meccanismo permette finalmente di non far ricadere i problemi di una banca sui contribuenti a causa dei ripetuti *bail - out* da parte dello Stato: a partire dal 1° Gennaio 2016, data in cui la BRRD stabilisce l'entrata in vigore del meccanismo, quando una banca diventa insolvente, i costi ricadranno sugli *shareholders* e gli *stakeholders* attraverso ricapitalizzazioni o ristrutturazioni di debito⁴³. Così facendo i privati parteciperanno alle perdite del *business* in cui hanno investito: in questo

⁴² Banca d'Italia, *Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/documenti/QA_gestione_crisi_bancarie.pdf>, Roma, 8 Luglio 2015

⁴³ Commissione Europea, *Memo. EU Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD): Frequently Asked Questions*, cit

modo, collateralmente, si cercherà di combattere anche il fenomeno del *moral hazard*, ossia il fenomeno per cui alcuni *manager*, nella gestione, assumono rischi eccessivi e non adeguatamente ponderati; una volta che i privati saranno maggiormente coinvolti nei destini degli intermediari, saranno maggiormente incentivati ad assicurarsi una gestione più sana e prudente⁴⁴. Peraltro, poiché questi strumenti richiedono la disponibilità di risorse economiche, la direttiva prevede la creazione di un apposito fondo, finanziato dalle stesse banche, le quali poi potranno usufruirne proporzionalmente alle somme versate. La BRRD, poi, conferisce un ruolo speciale all'EBA, di coordinamento delle autorità specialmente nella prima parte (quella della stesura dei piani di risoluzione e degli interventi per evitare l'insolvenza), in particolar modo per i gruppi *cross - border*, che da sempre hanno richiesto maggiori sforzi⁴⁵.

Il terzo campo, che era già stato affrontato e cambiato nel recente passato, è quello della garanzia dei depositi. Il concetto traduce la volontà, da parte delle istituzioni comunitarie, di assicurare un livello minimo di protezione dei depositi uniforme nell'Unione, sia che si tratti di paesi aderenti alla moneta unica, sia che si tratti degli altri paesi membri dell'Unione. Questa misura ha lo scopo di mantenere la stabilità e la fiducia nei mercati riguardo la solidità del sistema: proprio per questo essa viene considerata il terzo pilastro della nuova Unione Bancaria, nella forma di un unico sistema di garanzia a livello europeo, che entrerà in vigore in un futuro prossimo - e che si baserà appunto sulle regole di cui mi accingo a trattare - successivamente agli altri due pilastri (SSM e SRM), di cui parlerò nel prossimo paragrafo.

⁴⁴ Per una trattazione più dettagliata, vedi Capriglione F. - Troisi A., *op. cit.* e la rivista *Law and Economics yearly review*, nello specifico la prima parte del secondo volume del 2013

⁴⁵ Commissione Europea, *Memo. Bank recovery and resolution proposal: Frequently Asked Questions*, Bruxelles, 6 Giugno 2012

La prima direttiva, concernente il *deposit guarantee scheme*, è stata emanata nel 1994, ma le relative previsioni sono risultate insufficienti. Così, nel 2009, il Consiglio ed il Parlamento Europeo hanno raggiunto l'accordo per l'emanazione di una nuova direttiva (2009/14/CE), con la quale armonizzare definitivamente in Europa la disciplina. Detta direttiva prevedeva l'innalzamento della copertura minima dei depositi, che passava da 20.000€ a 100.000€ (la scelta di questa somma limite è stata preceduta da un'analisi volta ad appurarne la sostenibilità) e l'accorciamento del limite di tempo per la restituzione delle somme da 3 mesi a 20 giorni lavorativi (estendibili in caso di necessità)⁴⁶. A causa, però, della gravità degli avvenimenti verificatisi successivamente – d'altronde, il peggio della crisi europea si è avuto dal 2010 in poi –, i paesi membri hanno deciso di compiere un ulteriore passo avanti in questo campo, quando, il 17 Dicembre 2013, hanno raggiunto l'accordo sul nuovo *Deposit Guarantee Scheme*. Come ha spiegato, proprio quel giorno, Michel Barnier, membro della Commissione Europea: «Queste nuove regole porteranno benefici a tutti i cittadini UE: non solo i loro risparmi saranno meglio protetti, ma essi avranno anche la scelta dei migliori prodotti di risparmio disponibili in qualsiasi paese UE senza preoccuparsi delle differenze nel livello di protezione. La nuova Direttiva richiederà di fornire ai depositanti informazioni migliori per assicurare che siano coscienti circa il modo in cui i loro depositi sono protetti dagli schemi di garanzia»⁴⁷. A livello pratico, l'unica previsione confermata è quella riguardante il livello di copertura dei depositi, mantenuto a 100.000€, mentre viene ulteriormente rivisto al ribasso il termine di rimborso in caso di bancarotta, che dovrà essere portato a 7 giorni lavorativi entro il 2024. Grande novità quella dell'istituzione di un fondo di

⁴⁶ Consiglio e Parlamento Europeo, *Direttiva 2009/14/EC*, in «Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea», 11 Marzo 2009

⁴⁷ Commissione Europea, *Memo. Commissioner Barnier welcomes trilogue agreement on the framework for bank recovery and resolution*, Bruxelles, 12 Dicembre 2013

garanzia *ex ante*, il quale dovrà essere finanziato dalle banche stesse, e che per la prima volta dovrà avere un livello minimo, rappresentato dallo 0,8% dei depositi garantiti; se questo non dovesse risultare sufficiente in termini di rimborsi, si procederebbe con la raccolta *ex post* di altri finanziamenti e, in caso di ulteriore necessità, con la raccolta di soldi pubblici da restituire in seguito. Infine, verrà rafforzata l'informazione a favore dei depositanti, anche questo un concetto totalmente nuovo e importante⁴⁸.

2.3 Il *Single Supervisory Mechanism* e il *Single Resolution Mechanism*

È facile capire, ora, come la creazione del quadro regolamentare appena illustrato non poteva, in quegli anni, da solo bastare per porre fine alla crisi e superare le profonde criticità presenti nell'Unione; così come non era stata sufficiente, allo stesso scopo, la semplice cooperazione delle varie autorità nazionali dei paesi membri, specialmente per i paesi aderenti alla moneta unica, la quale aveva spinto il livello di integrazione ormai ad un punto talmente profondo da richiedere un intervento – l'Unione Bancaria appunto – più efficace, che permettesse di rafforzare il mercato unico e sfruttarlo al meglio⁴⁹. Ma è solo grazie a questa nuova impostazione che detto intervento è stato possibile. Infatti l'UBE e il nuovo *framework* di regole rappresentano due facce della stessa medaglia: la prima è il mezzo per applicare e rendere efficace il nuovo impianto, mentre senza quest'ultimo non sarebbe stato possibile costruire una solida Unione Bancaria a causa della eccessiva diversità tra i vari paesi membri. Come si evince dal report annuale della Commissione Europea sulla stabilità e l'integrazione finanziaria, la creazione dell'UBE ha degli obiettivi molto importanti, alcuni di questi già evidenziati: innanzitutto, come

⁴⁸ Commissione Europea, *Memo. Commissioner Barnier welcomes trilogue agreement on the framework for bank recovery and resolution*, cit

⁴⁹ Commissione Europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo e al Consiglio. Una tabella di marcia verso l'Unione bancaria*, Bruxelles, 12 Settembre 2012

ripetuto più volte, mitigare la frammentazione – finanziaria, regolamentare, di interessi – all’interno del mercato unico, facilitando la gestione degli intermediari *cross – border* e la trasmissione della politica monetaria all’economia reale; in secondo luogo, eliminare il legame, precedentemente analizzato, tra uno Stato e il proprio sistema bancario; ancora, ristabilire la tranquillità nei mercati e proteggere i contribuenti⁵⁰. Anche il Governatore della Banca d’Italia Ignazio Visco, in un discorso al Parlamento italiano, ha sottolineato alcuni benefici, tra cui l’aumento della concorrenza a livello europeo, specificando però che questi dovranno essere accompagnati da una decisa ripresa economica, nonché dal proseguimento del processo di integrazione, per poter appieno sostenere l’economia reale. L’Unione Bancaria si sostanzia quindi in tre pilastri, uno dei quali, il *deposi guarantee scheme*, lo abbiamo già descritto nel precedente paragrafo; analizziamo ora gli altri due pilastri, che sono il Meccanismo Unico di Vigilanza – in inglese, *Single Supervisory Mechanism* (SSM) – e il Meccanismo Unico di Risoluzione o *Single Resolution Mechanism* (SRM).

Il Meccanismo Unico di Vigilanza è entrato in vigore nel Novembre 2014 dopo un anno dalla adozione a livello politico delle relative normative e dopo il c.d. *comprehensive assessment*, ossia una valutazione della situazione dell’intero sistema bancario europeo, condotta dalla Banca Centrale Europea, composta dall’*asset quality review* (AQR) cioè, letteralmente, una revisione della qualità degli attivi degli intermediari, e da uno *stress test*⁵¹, che ha simulato la resistenza del sistema bancario europeo sia in uno scenario di base che in uno scenario negativo, da cui sono emerse esigenze di rafforzamento patrimoniale

⁵⁰ Commissione Europea, *European Financial and Integration Report 2012*, Bruxelles, 24 Aprile 2013

⁵¹ Vedi anche l’articolo di Capriglione F., *The EU – wide stress tests: a storm before a “new order” of the financial market. The Italian Case*, < <http://openreviewmbf.org/2015/02/15/the-eu-wide-stress-tests-a-storm-before-a-new-order-of-the-financial-market-the-italian-case/>>, 15 Febbraio 2015

di intermediari sparsi tra tutti i paesi dell'Unione (in Italia, per esempio, si è avuto conferma della solidità del sistema, con le uniche eccezioni di inadeguatezza provenienti dalla Banca Monte dei Paschi di Siena e da Banca Carige)⁵².

L'SSM rappresenta un sistema che ha al suo vertice la Banca Centrale Europea, la quale collabora con le autorità nazionali dei vari Paesi membri. All'interno della BCE viene istituito il *Single Supervisory Board* (SSB), organo decisionale in materia, composto da alcuni membri interni alla stessa BCE, e da altri provenienti dalle autorità di supervisione nazionali. Questo organo è dotato di ampi poteri sia micro che macro prudenziali per poter svolgere la propria attività di supervisione: questo perché micro e macro rischi possono essere allo stesso modo pericolosi. L'impostazione fondamentale di tale organo è stata la sua separazione dalle funzioni di politica monetaria proprie della BCE⁵³: in questo modo si è cercato di evitare qualsiasi conflitto di interessi, nonché evitare ingerenze da parte di poteri politici e beneficiare di possibili sinergie⁵⁴. «Comunque, dato che il Consiglio Direttivo della BCE è l'organo decisionale ultimo, il suo ruolo all'interno dell'SSM è ridotto alla possibilità di accettare o rigettare le decisioni del Consiglio di Supervisione»⁵⁵. La BCE, com'è ovvio, non poteva assumere la supervisione diretta di tutte le banche presenti sul territorio di competenza – più di 6000 –: le banche che sono soggette a tale vigilanza sono le c.d. *significant institutions*, ossia gli intermediari più importanti a livello sistemico, che insieme rappresentano circa l'80% degli

⁵² Visco I., *L'attuazione dell'Unione bancaria europea e il credito all'economia*, audizione alla VI Commissione della Camera dei Deputati, Roma, 15 Dicembre 2014

⁵³ Costâncio V., *Speech at the 11th Annual European Financial Services Conference*, Bruxelles, 31 Gennaio 2013

⁵⁴ Commissione Europea, *Memo. Legislative package for banking supervision in the Eurozone – frequently asked questions*, cit

⁵⁵ Costâncio V., *Speech at the 2nd FIN-FSA Conference on EU Regulation and Supervision*, Helsinki, 12 Febbraio 2013

attivi in Europa⁵⁶, identificati in base a dei parametri («banche con *assets* superiori a 30 miliardi di euro o che costituiscono più del 20% del PIL del paese di provenienza o che hanno richiesto o ricevuto direttamente assistenza pubblica dall'*European Financial Stability Facility* [...] o dall'*European Stability Mechanism*»⁵⁷). La supervisione sarà attivata attraverso i *joint supervisory teams*, che saranno delle squadre composte da esperti provenienti da tutte le autorità nazionali dei Paesi membri e dalla BCE stessa⁵⁸. Gli altri istituti continueranno ad essere sottoposti alla vigilanza nazionale, evidenziando come questo sistema lavori principalmente in modo decentrato: ma ciò non vuol dire che, come in passato, ogni Paese agirà autonomamente. Infatti, innanzitutto, le autorità nazionali, nello svolgimento di questo compito, dovranno seguire le linee guida e le specifiche indicazioni tecniche di supervisione fornite dalla BCE, la quale, parallelamente, controllerà che dette autorità rispettino le indicazioni⁵⁹; in secondo luogo, la BCE ha il potere di porre, in qualsiasi momento, qualsiasi intermediario sotto la sua diretta supervisione, in quanto la crisi ha dimostrato che i rischi possono provenire da grandi quanto da piccoli attori⁶⁰. Oltre a ciò, alla BCE vengono affidati alcuni poteri tipici delle autorità nazionali, quali la concessione e la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività o il controllo delle operazioni di M&As⁶¹. La ragione che sta alla base di queste previsioni risiede nella necessità di assicurare un *level playing field* a livello europeo nella supervisione, fondamentale soprattutto per gli operatori *cross-border*, che eliminerà la moltitudine di punti di vista

⁵⁶ Visco I., *L'attuazione dell'Unione bancaria europea e il credito all'economia*, audizione alla VI Commissione della Camera dei Deputati, cit

⁵⁷ Commissione Europea, *Memo. Legislative package for banking supervision in the Eurozone – frequently asked questions*, cit

⁵⁸ Visco I., *L'attuazione dell'Unione bancaria europea e il credito all'economia*, audizione alla VI Commissione della Camera dei Deputati, cit

⁵⁹ Mersch Y., *Speech at the seminar organised by Europolis and Wirtschaftswoche*, cit

⁶⁰ Costâncio V., *Speech at the 2nd FIN-FSA Conference on EU Regulation and Supervision*, cit

⁶¹ Commissione Europea, *Memo. Legislative package for banking supervision in the Eurozone – frequently asked questions*, cit

dovuta anche alle regolazioni di *home* e *host* control, e porterà alla necessità di raggiungere un più elevato livello di competitività⁶². Nel portare a termine il suo nuovo compito, il *Supervisory Board* – e quindi la Banca Centrale Europea – sarà responsabile davanti al Consiglio e al Parlamento Europeo, a cui dovrà periodicamente riportare un resoconto del suo operato⁶³. Questo sistema è stato principalmente elaborato per i paesi dell'area euro, ma gli altri paesi membri dell'UE hanno la possibilità di aderire a questa nuova impostazione di supervisione istituendo una stretta collaborazione con la BCE⁶⁴.

Questo passaggio dei poteri di vigilanza dalle autorità nazionali in seno alla BCE è stato possibile per diverse ragioni: alcune riguardano specificamente il Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, all'interno del quale⁶⁵ è prevista la possibilità di affidare alla BCE compiti di supervisione sulle istituzioni creditizie, mentre altre bisogna considerarle nel senso che la BCE è l'unica in possesso delle conoscenze e delle abilità necessarie per poter svolgere questo ruolo in maniera adeguata, assicurando un punto di vista europeo e non indirizzato verso gli interessi nazionali di un paese in particolare⁶⁶. È stato, sin da subito, di facile comprensione quanto questo sistema comportasse degli sforzi, non solo pratici, ma anche economici, per poter essere implementato, in quanto le risorse al tempo a disposizione della BCE non potevano essere sufficienti. Anche a questo problema è stata trovata una soluzione alternativa: il contributo è stato richiesto agli stessi intermediari

⁶² Draghi M., *Speech at the conference for the 20th anniversary of the establishment of the European Monetary Institute*, cit

⁶³ Commissione Europea, *Memo. Legislative package for banking supervision in the Eurozone – frequently asked questions*, cit

⁶⁴ Costâncio V., *Speech at the 2nd FIN-FSA Conference on EU Regulation and Supervision*, cit

⁶⁵ Art. 127

⁶⁶ Vedi Capriglione F., *L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita*, UTET GIURIDICA, Torino, 2013

che sarebbero stati poi sottoposti alla nuova vigilanza, peraltro in maniera proporzionale ai rischi intrapresi nello svolgimento della loro attività⁶⁷.

Il *Single Resolution Mechanism* (SRM) è il secondo pilastro dell'Unione Bancaria Europea ed è in un certo qual modo complementare all'SSM. L'SRM, infatti, rappresenta un sistema – così come l'SSM – composto da un autorità centrale in coordinamento con le varie autorità nazionali, incaricato di gestire, in maniera uniforme e centralizzata, le crisi che di volta in volta gli intermediari degli Stati membri partecipanti possono affrontare, applicando la BRRD⁶⁸. La creazione di questo sistema si è resa necessaria una volta raggiunta la consapevolezza, a livello europeo, dell'impossibilità di una coesistenza tra una gestione della vigilanza centralizzata a livello europeo ed un sistema di risoluzione relegato ancora a livello nazionale, sia per l'insorgere di possibili contrasti tra la BCE e le autorità nazionali sulle modalità dell'*agere*, sia per la persistenza di tensioni sul mercato che rinforzano, come è successo in passato, il legame negativo Stato – banche e creano distorsioni al funzionamento del mercato unico. Inoltre, la crisi cipriota ha evidenziato ancora di più, se mai ce ne fosse stato bisogno, la necessità di un cambiamento di un procedimento di *decision – making* e di finanziamento delle azioni a livello nazionale che non permette di evitare ripercussioni sulle finanze statali e che – come durante la crisi – può portare al contagio dell'intero sistema⁶⁹.

Il *Single Resolution Mechanism*, che comincerà ad operare solo l'1 Gennaio 2016, sarà responsabile della risoluzione delle banche partecipanti all'Unione Bancaria e avrà un ruolo importante anche per quanto riguarda gli altri istituti

⁶⁷ Commissione Europea, *Memo. Legislative package for banking supervision in the Eurozone – frequently asked questions*, cit. Vedi anche Capriglione F., *L'applicazione del "Meccanismo unico di supervisione" bancaria: una vigilia di ingiustificati timori*, in «Aperta Contrada», 10 Ottobre 2014

⁶⁸ Banca d'Italia, *Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, cit

⁶⁹ Commissione Europea, *Memo. A Single Resolution Mechanism for the Banking Union – frequently asked questions*, Bruxelles, 15 Aprile 2014

dell'UE. Poiché l'attività di risoluzione, al contrario di quella di vigilanza, non richiede un impegno quotidiano ma rappresenta un'attività episodica, le risorse necessarie, al confronto con l'SSM, saranno minori, e la sua efficacia – in termini di stabilità – dipenderà principalmente dalle abilità tecniche che verranno messe in campo⁷⁰. La struttura dell'SRM è in tutto e per tutto speculare a quella dell'SSM. Vi è, come detto, un'autorità centrale, il Comitato Unico di Risoluzione o *Single Resolution Board* (SRB), composto da membri permanenti ed esperti provenienti dalle varie autorità nazionali, separata dall'SSB per evitare possibili conflitti d'interesse⁷¹, la quale collabora con le autorità di risoluzione nazionali dei paesi dell'Unione. Come l'SSB, l'SRB sarà direttamente responsabile delle già nominate *significant institutions* nonché dei gruppi *cross – border*, mentre alle autorità nazionali rimarrà la responsabilità degli altri intermediari, a meno che la risoluzione di uno di questi non richieda lo sfruttamento del Fondo Unico di Risoluzione o *Single Resolution Fund* (SRF), nel qual caso la responsabilità verrà automaticamente assunta dal Comitato. Ovviamente, sempre sulla falsa riga dell'SSM, anche qui le autorità nazionali dovranno agire secondo le linee guida e le istruzioni del *Board*⁷² nell'implementazione delle loro decisioni a livello nazionale, pena la possibilità che l'SRB emani censure o subentri direttamente nel processo⁷³. Oltre che nell'implementazione degli schemi di risoluzione, le autorità nazionali sono fortemente coinvolte anche nella fase dell'elaborazione, che richiede un importante sforzo tecnico. Per dare il via a questa fase, bisogna che si verifichino tre condizioni fondamentali, che sono *in primis* il fallimento della

⁷⁰ Commissione Europea, *Memo. Proposal for a Single Resolution Mechanism for the Banking Union – frequently asked questions*, Bruxelles, 10 Luglio 2013

⁷¹ Visco I., *L'attuazione dell'Unione bancaria europea e il credito all'economia*, audizione alla VI Commissione della Camera dei Deputati, cit

⁷² Banca d'Italia, *Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, cit

⁷³ Commissione Europea, *Memo. Proposal for a Single Resolution Mechanism for the Banking Union – frequently asked questions*, Bruxelles, cit

banca (la cui denuncia deve provenire dalla BCE, dato il suo nuovo ruolo di vigilanza), poi il fatto che non vi sia alcuna alternativa - privata - al procedimento di risoluzione, e inoltre che l'attivazione della risoluzione sia necessaria per ragioni di interesse pubblico. Dopo l'elaborazione di uno schema di risoluzione, l'SRB presenta le sue proposte davanti alla Commissione Europea, la quale può accettarle, rifiutarle o a sua volta portarle davanti al Consiglio Europeo che assumerà a quel punto la decisione definitiva: se il Consiglio approva, il *Board* può procedere all'attivazione delle misure elaborate, viceversa deve prima applicare le modifiche richieste⁷⁴. Questa procedura è stata elaborata «di modo che sarà possibile decidere su un caso di risoluzione entro un *week - end*»⁷⁵. La ragione che sta alla base di queste previsioni a favore della Commissione e del Consiglio risiede nella c.d. “dottrina Meroni”, applicata dagli anni '50 grazie all'*European Court of Justice*⁷⁶, la quale stabilisce che le decisioni di tipo discrezionale a livello europeo debbano essere prese da un soggetto istituzionale⁷⁷. Questo è anche il motivo per cui tali poteri non sono stati dati all'EBA, che non è un'istituzione ma un'agenzia⁷⁸. Come visto nel precedente paragrafo, le nuove modalità di risoluzione saranno basate sul meccanismo del *bail - in*, cioè del coinvolgimento di azionisti, creditori ed investitori privati nelle perdite della banca - come accade in qualsiasi *business* - con l'obiettivo di evitare ripercussioni sui contribuenti e sul sistema. Tale meccanismo sarà

⁷⁴ Commissione Europea, *Memo. A Single Resolution Mechanism for the Banking Union - frequently asked questions*, cit

⁷⁵ Commissione Europea, *Memo. Banking Union: restoring financial stability in the Eurozone*, Bruxelles, 9 Marzo 2015

⁷⁶ La stessa dottrina è stata tuttavia contraddetta nel recente passato, con la sentenza della Corte di giustizia dell'Unione europea n. 7/14, in merito al contenzioso con il Regno Unito sorto al seguito ad un intervento dell'ESMA che ha vietato l'utilizzo della vendita allo scoperto sul mercato. Un tipo di intervento che, secondo la citata dottrina, non potrebbe essere dato ad un'agenzia ma solo ad un'istituzione, ma che, invece, risulta nei pieni poteri della suddetta ESMA.

⁷⁷ Romano B., *Primo accordo UE sul sistema di risoluzione per le banche*, in «Il sole 24 ore», 5 Giugno 2013

⁷⁸ Commissione Europea, *Memo. Proposal for a Single Resolution Mechanism for the Banking Union - frequently asked questions*, cit

fondamentale per riuscire a tagliare definitivamente il più volte evidenziato legame tra uno Stato e il suo sistema bancario. È importante specificare che «non dovrebbe creare gli incentivi sbagliati per l'entità originale semplicemente continuando con il "business come sempre". Seguendo il processo di risoluzione, solo le funzioni critiche e le "parti buone" dell'entità originale dovrebbero sopravvivere, sia perché vendute ad un acquirente del settore privato – come fatto comunemente dall'FDIC⁷⁹ con l'approccio *Purchase & Assumption* usato negli US⁸⁰ – o perché sono trasferite ad una banca ponte. Bisogna che sia chiaro che l'obiettivo della risoluzione non è preservare l'istituto in fallimento così com'è, ma assicurare la continuità di quelle funzioni che sono critiche per l'intero sistema finanziario»⁸¹. Un altro fattore che entra in gioco in quest'ottica successivamente al *bail – in* è il Fondo Unico di Risoluzione. Questo fondo non ha il compito di sostituire il settore privato nella condivisione delle perdite, ma di fornire sostegno al sistema finanziario per assicurare la prosecuzione delle attività critiche⁸²: «Se tuttavia risulterà necessario escludere alcuni crediti nelle circostanze indicate dalla direttiva, per esempio per evitare il rischio di un contagio, il Fondo potrà, entro alcuni limiti, assorbire perdite al posto dei creditori esclusi, riducendo l'ammontare del *bail – in*»⁸³. Esso sarà costituito da contributi del settore bancario provenienti dai vari Stati membri e sistematicamente mutualizzati. I contributi dei vari comparti nazionali sono calcolati in base alle diverse caratteristiche delle banche e comunque in base al rischio. Ovviamente si cercherà sempre di non intaccare l'attività delle banche, visto che comunque i contributi al fondo

⁷⁹ Federal Deposit Insurance Corporation, agenzia indipendente degli Stati Uniti con compiti di garanzia dei depositi e controllo della solvibilità del sistema

⁸⁰ Questo approccio prevede che tutte le passività di una banca in fallimento vengano assunte da un istituto finanziariamente sano

⁸¹ Cœuré B., *Speech at the ICMA Annual General Meeting and Conference 2013*, Copenhagen, 23 Maggio 2013

⁸² Commissione Europea, *Memo. Proposal for a Single Resolution Mechanism for the Banking Union – frequently asked questions*, cit

⁸³ Banca d'Italia, *Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, cit

rappresentano una diminuzione di disponibilità: per questo sono previste delle esenzioni in casi specifici. Va precisato che il fondo sarà operativo entro 8 anni (che saranno di più se nel frattempo il fondo verrà utilizzato), quindi nel 2024, e avrà una disponibilità di 55 miliardi di euro. È possibile che, sia nel periodo di transizione che anche quando sarà totalmente operativo, le risorse del fondo possano non essere sufficienti: per questo è stato elaborato un meccanismo di *backstop* pubblico che permette di ottenere degli ulteriori finanziamenti dagli Stati o dal Meccanismo Europeo di Stabilità. Il suddetto meccanismo sarà, comunque, fiscalmente neutro, con ciò intendendo che i fondi prestatati dal settore pubblico verranno poi restituiti nel medio termine, così da non avere conseguenze sui contribuenti, e sarà poi man mano accantonato nel frattempo che il sistema si consolida. Mentre alcune parti della regolazione del fondo sono stabilite direttamente dall'SRM, altre, riguardanti per esempio le modalità di trasferimento dei contributi nazionali al fondo, sono regolati da un *Intergovernmental Agreement* (IGA), un accordo tra gli Stati partecipanti complementare alla regolazione del Meccanismo⁸⁴. «Lo scopo dell'IGA è fortemente limitato: coprirà il trasferimento dei contributi raccolti dalle autorità di risoluzione nazionali ai comparti nazionali (che saranno poi uniti dopo una fase di transizione di 8 anni) del Fondo Unico; la mutualizzazione [...] dei fondi disponibili nei comparti nazionali; il rifornimento dei comparti; l'ordine con cui le risorse finanziarie sono utilizzate per coprire i costi di risoluzione [...]; la possibile partecipazione [...] di Stati non membri dell'area euro all'SRM»⁸⁵. Il Meccanismo Unico di Risoluzione si applica principalmente agli Stati membri dell'euro zona, che automaticamente aderiscono all'Unione Bancaria, e agli Stati membri dell'UE che vogliono

⁸⁴ Commissione Europea, *Memo. Proposal for a Single Resolution Mechanism for the Banking Union – frequently asked questions*, cit

⁸⁵ Commissione Europea, *Memo. A Single Resolution Mechanism for the Banking Union – frequently asked questions*, Bruxelles, cit

aderire. Per quanto riguarda gli altri Stati europei, è impensabile che saranno completamente autonomi da questo meccanismo, data la possibilità concreta di dover giungere alla risoluzione di un intermediario *cross – border* operativo sia in Stati partecipanti che non. In questo caso, la pratica vorrà che la risoluzione venga gestita da un collegio, in cui vi saranno le autorità nazionali degli Stati non partecipanti che collaboreranno con il *Board*, il quale agirà per conto degli Stati membri partecipanti interessati dalla questione⁸⁶. Questo tipo di collaborazione si dovrà instaurare anche nel caso di intermediari la cui attività oltrepassi gli stessi confini europei. Il *Board* sarà responsabile davanti alle istituzioni europee e dovrà tenere informati i Parlamenti nazionali della sua attività. I suoi costi saranno coperti dal settore bancario, con contributi separati da quelli visti riguardo il Fondo Unico di Risoluzione.

«L'SRM cerca di preservare l'integrità e rafforzare il funzionamento del Mercato Unico. L'applicazione uniforme di un unico set di regole di risoluzione, insieme con l'accesso ad un Fondo Unico di Risoluzione da parte dell'autorità centrale ristabilirà l'ordinato funzionamento del mercato bancario dell'UE, rimuoverà potenziali ostacoli all'esercizio del libero movimento del capitale, della libera prestazione di servizi e della libertà di stabilimento ed eviterà significative distorsioni della competizione, almeno in quegli Stati membri che condividono la supervisione sugli istituti di credito a livello europeo»⁸⁷.

⁸⁶ Commissione Europea, *Memo. A Single Resolution Mechanism for the Banking Union – frequently asked questions*, Bruxelles, cit

⁸⁷ Commissione Europea, *Memo. Proposal for a Single Resolution Mechanism for the Banking Union – frequently asked questions*, Bruxelles, cit

3. Dall'Unione Bancaria all'Unione dei Mercati dei Capitali

3.1 Premessa

La creazione della *Banking Union* rappresenta, come detto, una svolta non solo nell'architettura del sistema, ma anche nelle modalità di intervento a livello europeo, indirizzandosi in maniera decisa verso un'ottica di totale integrazione e non di semplice cooperazione. Costituisce una misura radicale resa necessaria per contrastare un fenomeno grave come quello della crisi economica e dei debiti sovrani che ha caratterizzato l'Europa e il mondo negli anni recenti. L'obiettivo principale è stato quello di consegnare all'Europa uno strumento che le permettesse di non commettere gli errori del passato, che hanno quasi portato alla disfatta della moneta unica – probabilmente, se non fosse stato per gli interventi della BCE, adesso ci troveremmo ad affrontare uno scenario completamente diverso –, e di assicurare uniformità ed integrazione al sistema bancario europeo. Lo *step* successivo è stato delineato da Jean-Claude Juncker, il nuovo presidente della Commissione Europea salito in carica a fine 2014, in un suo discorso durante la campagna elettorale, ed è già in attuazione: il *Jobs, Growth and Investment Package*, più semplicemente noto come Piano di Investimenti per l'Europa⁸⁸. Questo piano parte dall'analisi di come gli investimenti siano precipitati in Europa a causa della crisi, tanto per motivi congiunturali quanto per motivi strutturali: infatti, a causa delle differenze tra i vari paesi membri, l'Europa è diventata un luogo sempre meno attraente per gli investitori di tutto il mondo, mentre quelli presenti sul territorio si sono sempre più concentrati su investimenti all'interno dei propri

⁸⁸ Juncker J.C., *A New Start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change*, Strasburgo, 15 Luglio 2014

confini nazionali⁸⁹. In aggiunta, devono prendersi in considerazione due ulteriori fattori: innanzitutto, la preponderanza che ha avuto, in termini di finanziamenti, il settore bancario, il quale, affrontando un periodo di *credit crunch*, è venuto meno in questo compito, rafforzando il *trend* negativo⁹⁰; e in secondo luogo – con qualche eccezione – le dimensioni ridotte dei mercati dei capitali all'interno del vecchio continente, incapaci di costituire, come accade negli Stati Uniti, una forte fonte di finanziamento per l'economia reale. Proprio quest'ultimo è uno dei principali motivi alla base della volontà, all'interno del suddetto piano di investimenti, di dar vita al progetto di una *Capital Market Union*, un'Unione dei mercati dei capitali che darà concretezza a quel principio della libera circolazione dei capitali la quale, sin dal trattato di Roma del 1957, era considerata uno dei principi fondamentali su cui basare il progetto europeo, e che tuttavia non si è riusciti a sfruttare appieno nell'ambito del mercato unico⁹¹. Al contrario di quanto si è visto con la *Banking Union*, questo progetto riguarderà direttamente tutti i paesi membri dell'Unione Europea, quindi dovrà essere pensato in un'ottica maggiormente ampia per andare incontro ai bisogni di un più ampio numero di attori⁹². Insieme, nella visione del presidente Junker e della Commissione tutta, queste nuove iniziative permetteranno di riportare crescita, occupazione ed investimenti, i quali a loro volta, riporteranno un clima di fiducia creando un circolo virtuoso che permetterà a tutta l'Unione di tornare a crescere, a ritmi consoni alle sue capacità.

⁸⁹ Commissione Europea, *Libro Verde. Costruire un'unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 18 Febbraio 2015

⁹⁰ Confindustria, *L'Unione dei mercati dei capitali. Lente sull'UE n. 32*, Marzo 2015

⁹¹ Hill J., *The Capital Markets Union: breaking down the barriers to completing the single market*, Londra, 17 Aprile 2015

⁹² Mersch Y., *Speech at the Morgan Stanley Global Investment Seminar, Terre Bianche, Provenza, Francia*, 11 Giugno 2015

3.2 Il piano di investimenti per l'Europa

Il 26 Novembre 2014 la nuova Commissione Europea, con a capo J.C. Juncker, ha presentato il suo progetto di investimenti in Europa per far ripartire l'economia all'interno dell'Unione. Un progetto che prevede l'attuazione di investimenti per un totale di circa 315 miliardi di euro e che permetterà di creare milioni di posti di lavoro. «A causa della crisi economica e finanziaria, gli investimenti nell'UE hanno registrato un calo significativo pari al 15% circa rispetto al picco del 2007, scendendo ad un livello nettamente inferiore alla tendenza storica. [...] Questa evoluzione incide negativamente sulla ripresa economica, sulla creazione di posti di lavoro, sulla crescita a lungo termine e sulla competitività»⁹³. Ecco spiegato perché il piano di investimenti è stato fin dal principio una priorità per la Commissione guidata da Juncker. Come riuscire a sbloccare la liquidità che è presente nel sistema ma che, a causa di una mancanza di fiducia diffusa, non viene utilizzata come dovrebbe essere, ma viene invece tenuta da parte? Il piano prevede, in tale ottica, la creazione di un fondo apposito, il Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici, o *European Fund for Strategic Investment* (EFSI), la cui proposta legislativa è stata adottata il 13 Gennaio 2015, mentre il regolamento in data 28 Maggio: la rapidità di azione che caratterizza questa Commissione dimostra quanto l'impegno - e le necessità - siano forti. L'EFSI è stato costituito all'interno della struttura dell'*European Investment Bank* o Banca Europea per gli Investimenti (BEI), e ha un'organizzazione propria: vi è uno *Steering Board* o Comitato Direttivo che prende le decisioni generali sulle modalità di azione, ed un *Investment Committee* o Comitato di Investimento che prende le decisioni riguardo a quali progetti devono essere oggetto dell'EFSI (decisioni che devono comunque

⁹³ Commissione Europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo, al Comitato delle Regioni e alla Banca Europea per gli Investimenti. Un piano di investimenti per l'Europa*, Bruxelles, 26 Giugno 2014

essere appoggiate dal Comitato Direttivo, all'interno del quale la BEI e la Commissione hanno potere di veto)⁹⁴. Il Fondo avrà una dotazione iniziale di 21 miliardi di euro così divisi: 16 miliardi di garanzie da parte dell'Unione Europea e 5 miliardi di contributi netti da parte della BEI. Da questa base, grazie ad un effetto moltiplicatore stimato prudentemente su un rapporto di 1:15⁹⁵, il fondo riuscirà a stimolare – come detto – più di 300 miliardi di euro di investimenti. Questi verranno effettuati in campi specifici, quali «infrastrutture, educazione, ricerca, innovazione, energie rinnovabili e efficienza energetica. Il Fondo si concentrerà inoltre sulle piccole e medie imprese e le *mid – caps* (aziende con un numero di impiegati tra i 250 e i 3000)»⁹⁶. I progetti inoltre dovranno andare incontro a «tre criteri fondamentali: [...] valore aggiunto europeo (progetti a sostegno degli obiettivi dell'UE); [...] redditività e valore economici, dando priorità ai progetti a elevato rendimento socioeconomico; [...] progetti che possano essere avviati al più tardi entro i prossimi tre anni»⁹⁷. Dietro a questa capacità di base iniziale del Fondo, è stato costituito un cuscinetto di liquidità, che sarà pari a 8 miliardi di euro nel 2020, da parte della Commissione, per assorbire eventuali perdite derivanti dall'attività del Fondo. Questo perché il Fondo, nel finanziare i vari progetti all'interno dell'Unione, assumerà sempre la parte più rischiosa dell'investimento, offrendo una sorta di protezione agli investitori privati (c.d. *first losso protection*), che in questo modo saranno maggiormente incentivati a partecipare co – finanziando il progetto⁹⁸. Il Fondo verrà attivato non solo a favore di singoli progetti, ma anche a beneficio di fondi privati come gli

⁹⁴ Commissione Europea, *The European Fund for Strategic Investments (EFSI). Questions and Answers*, Strasburgo, 13 Gennaio 2015

⁹⁵ Commissione Europea, *L'UE lancia una "offensiva sugli investimenti" per rilanciare la crescita e l'occupazione*, Strasburgo, 26 Novembre 2014

⁹⁶ Commissione Europea, *The Investment Plan for Europe: Questions and Answers*, Bruxelles, 20 Luglio 2015

⁹⁷ Commissione Europea, *L'UE lancia una "offensiva sugli investimenti" per rilanciare la crescita e l'occupazione*, cit

⁹⁸ Commissione Europea, *The European Fund for Strategic Investments (EFSI). Questions and Answers*, cit

European Long – term Investment Funds (ELTIFs)⁹⁹, che sono fondi che vengono creati da privati per dare opportunità di investimento a lungo termine in tutta Europa. Questi particolari fondi vengono utilizzati per particolari investimenti di utilità sociale – scuole, ospedali, ecc – o per finanziarie aziende che necessitano di capitale per un lungo periodo di tempo; le risorse che vengono utilizzate da questi fondi non sono restituibili durante la vita degli stessi; coloro che vogliono gestire un ELTIF devono rispettare i criteri di autorizzazione della *Alternative Investment Managers Directive* (AIFMD); non possono indebitarsi a livelli eccessivi¹⁰⁰.

Gli Stati membri possono partecipare attivamente al Fondo, o direttamente o attraverso una *National Promotion Bank*, contribuendo a rafforzare la dotazione patrimoniale dello stesso, oppure possono partecipare a singoli investimenti co – finanziando i progetti. Il coinvolgimento degli Stati membri è incentivato dal fatto che i contributi degli stessi non saranno calcolati come *deficit* o debito in sede di verifiche del rispetto del patto di stabilità e crescita. L’EFSI è inoltre aperto a contributi provenienti da soggetti terzi, anche al di fuori del continente europeo (previa approvazione da parte del Comitato Direttivo)¹⁰¹. «Le attività del fondo [...] saranno complementari alle attività più tradizionali della BEI e ai programmi dell’UE in corso, quali il Meccanismo per collegare l’Europa (per gli investimenti infrastrutturali) e *Horizon 2020* (per l’innovazione e la R&S)¹⁰². Esse verranno messe in pratica attraverso i più diversi strumenti finanziari – quindi non solo tramite capitale di rischio, ma anche tramite obbligazioni o garanzie – per assicurare la massima efficienza

⁹⁹ Commissione Europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo, al Comitato delle Regioni e alla Banca Europea per gli Investimenti. Un piano di investimenti per l’Europa*, cit

¹⁰⁰ Commissione Europea, *European Long – term Investment Funds – frequently asked questions*, cit

¹⁰¹ Commissione Europea, *The European Fund for Strategic Investments (EFSI). Questions and Answers*, cit

¹⁰² Commissione Europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo, al Comitato delle Regioni e alla Banca Europea per gli Investimenti. Un piano di investimenti per l’Europa*, cit

nel finanziamento dei progetti. Il Fondo è stato pensato per avere una vita di 4 anni; tuttavia, al suo terzo anno di operato, verrà sottoposto ad una valutazione sul suo impatto a livello europeo in termini di crescita – degli investimenti, del lavoro, dell’economia in generale –, a cui farà seguito una proposta di prolungamento della sua esistenza se le condizioni necessarie verranno riscontrate¹⁰³.

Accanto all’*European Fund for Strategic Investment* sono stati introdotti altri due strumenti per sostenere il Fondo, in modo da raggiungere l’economia reale in maniera efficiente: il primo è l’*European Investment Project Portal* (EIPP), mentre il secondo è l’*European Investment Advisory Hub* (EIAH)¹⁰⁴. Il Portale Europeo per i Progetti di Investimento sarà una piattaforma, messa a disposizione dalla Commissione, che raccoglierà tutti i progetti d’investimento raccolti all’interno del continente, per permettere una loro maggiore diffusione tra gli investitori con l’obiettivo di massimizzare la loro partecipazione. Da parte sua, il Centro Europeo di Consulenza per gli Investimenti rappresenterà un punto di riferimento per tutti coloro che vorranno avvalersi di consigli circa i diversi progetti individuati all’interno dell’EIPP, nonché nella costituzione di progetti nuovi per aumentare le probabilità di poter portare lo stesso a compimento¹⁰⁵.

3.3 La Capital Markets Union

3.3.1 Considerazioni generali

Il piano di investimenti appena descritto, come detto, servirà a rilanciare la crescita economica in tutta l’Unione, specialmente in quei paesi maggiormente in difficoltà. In aggiunta al problema del rilancio degli investimenti – nazionali e *cross – border* –, la Commissione guidata da Juncker si è prefissata di affrontarne un altro in maniera prioritaria, nello specifico il finanziamento al

¹⁰³ Commissione Europea, *The Investment Plan for Europe: Questions and Answers*, cit

¹⁰⁴ Commissione Europea, *Delivery of €315 billion Investment Plan on track: Commission presents law for the European Fund for Strategic Investments*, Strasburgo, 13 Gennaio 2015

¹⁰⁵ Commissione Europea, *The Investment Plan for Europe: Questions and Answers*, cit

settore industriale, alle aziende sparse per il vecchio continente, indipendentemente dalle dimensioni (anche se le PMI, che rappresentano le fondamenta del settore nella maggioranza delle economie europee, affrontano difficoltà maggiori), e a progetti a lungo termine. La questione è la necessità di costruire un ambiente che favorisca l'incontro tra chi ha la possibilità e le risorse per investire, e chi di tali disponibilità ha disperato bisogno (specialmente dopo questo periodo di crisi e *credit crunch*) per poter svilupparsi o aumentare la propria capacità produttiva. «Creare condizioni generali ottimali per l'attività delle imprese in tutto il mercato unico è fondamentale per poter sfruttare appieno il potenziale dell'Europa in termini di investimenti. A livello nazionale e europeo, occorre un quadro normativo semplice, chiaro, prevedibile e stabile per incentivare gli investimenti a lungo termine. Nonostante i notevoli sforzi profusi dall'Unione e dagli Stati membri, la riduzione degli oneri amministrativi e la semplificazione normativa procedono a rilento e in modo non uniforme. [...] È quindi fondamentale creare condizioni più favorevoli alla crescita per garantire che i progetti di investimento possano svilupparsi e che i fondi spesi per investimenti strategici, nell'ambito e al di fuori del [...] piano, siano utilizzati in modo efficace»¹⁰⁶. Ecco che la Commissione, il 18 Febbraio di quest'anno, ha lanciato il suo progetto rivoluzionario per la costruzione di un'Unione dei Mercati dei Capitali, pubblicando il Libro Verde con il quale ha dato inizio alle consultazioni con tutti i portatori di interesse sull'argomento – dagli Stati membri ai fondi di investimento agli investitori al dettaglio – circa gli ostacoli che si frappongono all'efficiente allocazione delle risorse finanziarie all'interno del mercato unico e che non permettono un effettivo libero flusso dei capitali

¹⁰⁶ Commissione Europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo, al Comitato delle Regioni e alla Banca Europea per gli Investimenti. Un piano di investimenti per l'Europa*, cit

all'interno dello stesso¹⁰⁷. Tale progetto porrà le sue basi su dei «principi chiave:

- massimizzare i benefici dei mercati dei capitali per l'economia, per stimolare crescita e lavoro
- creare un vero mercato unico dei capitali per tutti i 28 Stati membri rimuovendo le barriere agli investimenti *cross – border* all'interno dell'UE e promuovendo una maggiore connessione con i mercati dei capitali globali
- costruire le solide fondamenta della stabilità finanziaria, con un *single rulebook* per i servizi finanziari efficacemente e coerentemente applicato
- assicurare un efficace livello di protezione per consumatori ed investitori
- aiutare ad attrarre investimenti da tutto il mondo
- contribuire a rinforzare la competitività dell'UE»¹⁰⁸

Basandosi su tali presupposti, la Commissione ha individuato alcuni campi in cui la necessità di raggiungere dei progressi concreti e in tempi brevi è più concreta rispetto ad altri (che comunque dovranno essere affrontati)¹⁰⁹.

3.3.2 Problemi e prospettive

Il primo obiettivo concreto è quello di migliorare l'accesso ai mercati, e dunque ai finanziamenti, da parte delle piccole e medie imprese (PMI). Storicamente, come già ribadito, tali imprese in Europa sono state sempre fortemente dipendenti dal settore bancario per ricevere i fondi di cui avevano bisogno, anche a causa della non adeguata dimensione dei mercati dei capitali europei

¹⁰⁷ Vedi Commissione Europea, *Libro Verde. Costruire un'unione dei mercati dei capitali*, cit; Banca Centrale Europea, *Building a Capital Markets Union – Eurosystem contribution to the European Commission's Green Paper*, Francoforte, 2015; European Securities and Markets Authority, *Esma response to the Commission Green Paper on Building a Capital Markets Union*, Parigi, 13 Maggio 2015; Panetta F., *The European Banking and Capital Markets Unions: Challenges and Risks*, Roma, 6 Febbraio 2015

¹⁰⁸ Commissione Europea, *Q & A on the Green Paper on building a Capital Markets Union*, Bruxelles, 18 Febbraio 2015

¹⁰⁹ Vedi anche Brogi M., *Shadow banking, banking union and capital markets union*, in «Law and economics yearly review», parte 2, volume 3, 2014

al confronto, per esempio, con quelli americani. Generalmente, il ricorso al finanziamento del mercato tramite l'emissione di azioni od obbligazioni è molto più facile per le grandi imprese che per le PMI: questo in quanto la quantità di fondi richiesti nelle emissioni delle prime è in grado di raccogliere l'interesse di un sostanzioso gruppo di attori del mercato, in aggiunta al fatto che è più facile per le stesse ottenere un *credit score*, ossia un punteggio inerente al merito di credito che rappresenta un'importante quanto semplice informazione per gli investitori; mentre non si può dire lo stesso per le seconde, per le quali rappresenta un forte sforzo economico ed amministrativo l'adempimento dell'obbligo di redigere il c.d. prospetto informativo (introdotto con la direttiva 2003/71/CE che è stata applicata dal 2005).

Questo documento rappresenta la chiave per aprire le porte dei mercati, perché contiene tutte le informazioni necessarie ai possibili investitori per far sì che questi possano compiere delle decisioni di investimento consapevoli. Proprio il forte sforzo che questo richiede, è una delle cause che porta le PMI a non far ricorso ai mercati ma a relazionarsi con il sistema bancario, il quale, sfruttando la sua vicinanza a questo tipo di imprese, è più facilmente in grado di entrare in possesso delle necessarie informazioni, per decidere se finanziare o meno un'impresa¹¹⁰. Ecco perché si cercherà di arrivare al più presto ad una revisione della suddetta direttiva – ancora più profonda di quella effettuata nel 2010 – che permetta di abbattere i costi amministrativi per le PMI e di semplificare le informazioni all'interno del documento per aiutare gli investitori¹¹¹.

Un altro punto prioritario individuato dalla Commissione è quello di far ripartire il mercato delle cartolarizzazioni. Ora, al primo impatto questa affermazione può sembrare controversa, visto il ruolo preminente che questo

¹¹⁰ Confindustria, *L'Unione dei mercati dei capitali. Lente sull'UE n. 32*, cit

¹¹¹ Hill J., *The Capital Markets Union: breaking down the barriers to completing the single market*, cit

tipo di strumento finanziario ha avuto nella crisi finanziaria recente. Tuttavia non si tratta di un ritorno al passato. La Commissione intende sviluppare una regolazione che permetta di riportare fiducia in questo settore del mercato, introducendo degli strumenti chiari, standardizzati, semplici, trasparenti e sicuri per i consumatori, di modo che si sappia ciò in cui si sta investendo. Seppur con i loro rischi, infatti, le cartolarizzazioni sono un importantissimo strumento, con dei grandi vantaggi in termini di diversificazione del rischio e di capacità di liberare nuove risorse da poter utilizzare per fornire credito all'economia. Con l'introduzione della nuova regolazione in applicazione dell'accordo di Basilea 3, tuttavia, tali strumenti non vengono considerati come liquidabili immediatamente: ciò non permette di sfruttarli per far fronte agli obblighi di capitale minimo, con conseguente minor detenzione dei suddetti nei propri bilanci. Fortunatamente l'UE ha modificato il suo punto di vista circa questi prodotti, andando a favore di una loro standardizzazione¹¹².

Altro fattore su cui sposta l'attenzione la Commissione è, poi, il miglioramento dell'offerta di fondi all'interno dell'UE. Questo è un discorso che coinvolge diversi aspetti. In primo luogo bisogna considerare la caratteristica dell'economia europea, in cui prevalgono i finanziamenti tramite debito a sfavore dell'utilizzo di *equity*, aspetto che ha sicuramente avuto la sua importanza nel sostenere l'instabilità finanziaria degli ultimi anni. Lo sviluppo dei settori di finanziamento come il collocamento privato, il *venture capital*, o modalità innovative come il *peer to peer lending* o il *crowdfunding* potrebbero sbloccare enormi quantità di risorse in favore dell'economia reale.

Come ha avuto modo di affermare Jonathan Hill, commissario per i servizi finanziari, la stabilità finanziaria e la *Capital Markets Union*: «Sappiamo che i fattori che trattengono una cultura dell'*equity* nell'UE sono estesi e profondi

¹¹² Confindustria, *L'Unione dei mercati dei capitali. Lente sull'UE n. 32*, cit

ma rafforzare il nostro ecosistema del *venture capital* deve essere una priorità chiave»¹¹³.

Per questo motivo verranno revisionati diversi regolamenti nel settore, come quelli EUVECA (regolamento EU n. 345/2013) ed EUSEF (regolamento UE n. 346/2013), per ampliare le possibilità di investimento e la massa di soggetti autorizzata a partecipare. Sarà molto importante anche stimolare gli investimenti da parte degli investitori al dettaglio e di quelli istituzionali: i primi rappresentano una forte base di risorse, mentre i secondi rappresentano gli investitori sul lungo termine per eccellenza. I fondi pensione, i fondi comuni di investimento, le assicurazioni, sono tutti soggetti con una forte capacità di investimento di lungo periodo che potrebbe essere sfruttata in maniera più efficiente, soprattutto nei progetti riguardanti le infrastrutture. Gli investitori al dettaglio, o più semplicemente le famiglie, a causa della crisi degli ultimi anni hanno perso fiducia nel sistema e hanno accumulato sempre più risorse anziché investirle nei mercati. Ecco perché per tutti questi soggetti, ristabilire un clima di fiducia e di stabilità finanziaria è fondamentale perché le risorse tornino a circolare all'interno dell'Unione Europea. In questo senso, «grandi passi avanti sono stati fatti [...], in particolare con le riforme che hanno stabilito infrastrutture e pratiche di mercato più robuste - come quelle sui derivati OTC (EMIR) e sui depositi centralizzati (CSDR) - aumentando la trasparenza delle transazioni e rinforzando la protezione degli investitori (MiFID II¹¹⁴) o la trasparenza dei prodotti (PRIIPs). [...] Tuttavia, anche se queste misure contribuiranno ampiamente all'obiettivo della CMU, ulteriori *steps* devono essere fatti verso una maggiore integrazione, necessaria per

¹¹³ Hill J., *Conference: Next Steps to Build a Capital Market Union*, Bruxelles, 8 Giugno 2015

¹¹⁴ Per approfondire, vedi Capriglione F., *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in «Rivista trimestrale di diritto dell'economia», n. 2 del 2015

approfondire il mercato unico»¹¹⁵. Anche il nuovo regolamento degli ELTIFs, descritto nel precedente paragrafo, aiuterà nell'incentivare gli investimenti da parte degli investitori istituzionali, così come le previsioni della direttiva Solvency II (direttiva 2009/138/CE) e quelle della direttiva IORP (direttiva 2003/41/CE) che verrà revisionata¹¹⁶.

Infine, ad ostacolare l'evoluzione dei mercati dei capitali troviamo i vari regimi legislativi nazionali, nell'ambito delle leggi di insolvenza, dei livelli di tassazione, tutti fattori che non permettono agli investitori, una volta attraversato il proprio confine nazionali, di trovare le stesse condizioni che si hanno nel proprio paese, e che quindi hanno un ruolo disincentivante alla libera circolazione dei capitali.

L'ultimo aspetto da prendere in considerazione è quello riguardante la questione di chi si assumerà la responsabilità di vigilare un sistema che ha come presupposto un livello di integrazione profondo e nuovo. È possibile creare una nuova autorità, così come è stato per l'SSM o l'SRM, oppure si affideranno maggiori poteri al SEVIF e alle tre autorità già esistenti? Al riguardo, in particolare, l'ESMA può assumere un ruolo molto importante, data la sua esperienza nel campo e le sue conoscenze dei mercati. Tant'è che la stessa autorità si è proposta, dichiarandosi disponibile ad assumere un ruolo di preminenza. Nel rispondere al Libro Verde, queste sono state le dichiarazioni: «Riconoscendo appieno che la CMU non comporti necessariamente una maggiore supervisione dell'UE, l'ESMA è in una posizione unica per sviluppare un approccio di supervisione europea che può portare ampi benefici per gli attori paneuropei che giocano un ruolo importante nel supportare la CMU. Pur non chiedendo chiaramente nuove

¹¹⁵ European Securities and Markets Authority, *Esma response to the Commission Green Paper on Building a Capital Markets Union*, cit

¹¹⁶ Hill J., *Conference: Next Steps to Build a Capital Market Union*, Bruxelles, cit

aree di supervisione diretta, l'ESMA è pronta ad assumere tali nuovi compiti se i legislatori desiderano assegnarglieli insieme con le risorse appropriate»¹¹⁷.

¹¹⁷ European Securities and Markets Authority, *Esma response to the Commission Green Paper on Building a Capital Markets Union*, cit

Conclusioni

Abbiamo visto come la crisi sia riuscita a mettere fortemente in difficoltà le economie occidentali, e come i governi, prima negli U.S.A. e poi in Europa, hanno cercato di rispondere per porre un freno alle conseguenze. Tali risposte hanno portato, nel vecchio continente, a modificazioni straordinarie dell'architettura finanziaria, con la creazione dell'Unione Bancaria Europea che permetterà di operare non in ottica nazionale, bensì della stabilità europea, nello svolgimento del difficile compito della vigilanza sul sistema finanziario. Mentre l'UBE avrà il compito di porre in essere gli adeguati controlli affinché ciò che è accaduto non si ripresenti in futuro, l'ultima iniziativa della Commissione, il c.d. Piano di investimenti per l'Europa, il cui principale fautore è lo stesso Presidente della Commissione J.C. Juncker, rappresenta, nell'immaginario collettivo, una vera e propria strategia di uscita dal pantano della crisi (stagnazione, disoccupazione), che permetterà - finalmente - una ripartenza a piene vele e non stentata ed incerta come continua ad essere tutt'ora (seppur con le "solite" eccezioni). All'interno del suddetto, la priorità sarà la realizzazione dell'Unione dei Mercati dei Capitali (*Capital Markets Union*, CMU), vista nell'ultimo capitolo, che dovrebbe facilitare l'effettiva implementazione degli investimenti in agenda nonché rilanciare la circolazione dei capitali nell'Unione.

Secondo l'agenda stabilita, la CMU dovrebbe essere completata - nelle sue parti fondamentali - entro la fine del 2019, il che sarebbe un traguardo davvero importante vista la sua portata. Essa, in un orizzonte temporale ancora più ampio, dovrebbe permettere di accelerare ancor di più il processo di costruzione di una Unione Europea solida, basata non più sulla collaborazione e la cooperazione tra gli Stati membri, ma sempre più su una profonda integrazione, che coinvolga anche gli aspetti politici oltre quelli

economici. In questo senso bisognerà proseguire nei dialoghi a livello europeo tra i paesi per compiere dei decisi passi in avanti circa le possibilità – più volte evidenziate come obiettivi di lungo periodo dell’UE – di unificare le politiche a livello di tassazione, o di rafforzare la solidità dell’Unione attraverso l’aggregazione dei debiti sovrani europei in un unico debito comune, cui faranno riferimento gli eventuali titoli di debito europei, noti come *eurobond*, di cui si sente tanto parlare.

Gli ostacoli da superare non sono sicuramente semplici. Una rapida considerazione può essere fatta per capire la difficoltà di tale processo: i paesi europei più virtuosi (in termini di bilanci) come Germania, Francia, ecc., sono – a ragion veduta – particolarmente restii ad iniziative come quelle degli *eurobond*, in quanto ciò andrebbe principalmente a vantaggio di paesi più in dissesto come quelli periferici; d’altronde, non è semplice farsi carico di problemi finanziari di altri paesi che, a differenza loro, non hanno adottato, nel tempo, delle politiche economiche sane. Tali considerazioni sono in un certo senso comprensibili. Ma è anche vero che se si crede nell’Unione Europea, nei suoi valori fondanti e soprattutto nel suo futuro, non si può prescindere da un senso di unità che deve pervadere la nostra visione. Il tempo dei nazionalismi è finito. La crisi ci ha svelato quanto i nostri destini siano legati gli uni agli altri e quanto, se vogliamo prosperare, dobbiamo agire come se fossimo un’unica grande nazione. Come diceva Hillel il Vecchio, antico rabbino ebreo: «Se io non sono per me, chi è per me? E, se io sono solo per me stesso, cosa sono? E se non ora, quando?».

BIBLIOGRAFIA

AA. VV., *Law and Economics yearly review*, parte 1, volume 2, 2013

Angeli S., *Reagan e Thatcher, ancora un modello di metodo*.
〈<http://www.rivoluzione-liberale.it/22026/politica/reagan-e-thatcher-ancora-un-modello-di-metodo.html>〉, 2012

Banca Centrale Europea, *Building a Capital Markets Union – Eurosystem contribution to the European Commission’s Green Paper*, Francoforte, 2015

Banca d’Italia, *Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*,
〈https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/documenti/QA_gestione_crisi_bancarie.pdf〉, Roma, 8 Luglio 2015,

Brogi M., *Shadow Banking, Banking Union and Capital Markets Union*, in «*Law and Economics yearly review*», parte 2 volume 3, 2014

Capriglione F. – Semeraro G., *Crisi Finanziaria e dei debiti sovrani. L’Unione Europea tra rischi ed opportunità*, UTET, Torino, 2012

Capriglione F. – Semeraro G., *Il Security Market Programme e la crisi dei debiti sovrani. Evoluzione del ruolo della BCE*, in «*Rivista trimestrale di diritto dell’economia*», 2011

Capriglione F. – Troisi A., *L’ordinamento finanziario dell’UE dopo la crisi. La difficile conquista di una dimensione europea*, UTET, Torino, 2014

Capriglione F., *Considerazioni a margine di un provvedimento della Banca d’Italia sull’«entrata in funzione del Single Supervisory Mechanism»*, in «*Aperta Contrada*», 18 Novembre 2014

Capriglione F., *Grecia: una tragedia del nuovo millennio*, in «*Aperta Contrada*», 23 Luglio 2015

Capriglione F., *L'applicazione del "Meccanismo unico di supervisione" bancaria: una vigilia di ingiustificati timori*, in «Aperta Contrada», 10 Ottobre 2014

Capriglione F., *L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita*, UTET GIURIDICA, Torino, 2013

Capriglione F., *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in «Rivista trimestrale di diritto dell'economia», n. 2 del 2015

Capriglione F., *The EU – wide stress tests: a storm before a "new order" of the financial market. The Italian Case*, <<http://openreviewmbf.org/2015/02/15/the-eu-wide-stress-tests-a-storm-before-a-new-order-of-the-financial-market-the-italian-case/>>, 15 Febbraio 2015

Cœuré B., *Speech at the conference organised by the Institute for Law and Finance*, Francoforte, 18 Marzo 2015

Cœuré B., *Speech at the ICMA Annual General Meeting and Conference 2013*, Copenaghen, 23 Maggio 2013

Cœuré B., *Speech at the ICMA Capital Market Lecture 2014*, Parigi, 19 Maggio 2014

Commissione Europea, *Al via i lavori per istituire un'unione dei mercati dei capitali*, <http://ec.europa.eu/italy/news/2015/20150129_unione_mercati_capitali_it.htm>, 29 Gennaio 2015

Commissione Europea, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union*, Bruxelles, 27 Marzo 2014

Commissione Europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo e al Consiglio. Una tabella di marcia verso l'Unione bancaria*, Bruxelles, 12 Settembre 2012

Commissione Europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo, al Comitato delle Regioni e alla Banca Europea per gli Investimenti. Un piano di investimenti per l'Europa*, Bruxelles, 26 Giugno 2014

Commissione Europea, *Delivery of €315 billion Investment Plan on track: Commission presents law for the European Fund for Strategic Investments*, Strasburgo, 13 Gennaio 2015

Commissione Europea, *European Financial Integration Report 2009*, Bruxelles, 11 Dicembre 2009

Commissione Europea, *European Financial Stability and Integration Report 2011*, Bruxelles, 13 Aprile 2012

Commissione Europea, *European Financial Stability and Integration Report 2012*, Bruxelles, 24 Aprile 2013

Commissione Europea, *European Long-term Investment Funds – frequently asked questions*, Bruxelles, 13 Febbraio 2015

Commissione Europea, *L'UE lancia una "offensiva sugli investimenti" per rilanciare la crescita e l'occupazione*, Strasburgo, 26 Novembre 2014

Commissione Europea, *Libro Verde. Costruire un'unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 18 Febbraio 2015

Commissione Europea, *Memo. A Blueprint for a deep and genuine Economic and Monetary Union (EMU): Frequently Asked Questions*, Bruxelles, 28 Novembre 2012

Commissione Europea, *Memo. A comprehensive EU response to the financial crisis: substantial progress towards a strong financial framework for Europe and a banking union for the eurozone*, Bruxelles, 28 Marzo 2014

Commissione Europea, *Memo. A Single Resolution Mechanism for the Banking Union – frequently asked questions*, Bruxelles, 15 Aprile 2014

Commissione Europea, *Memo. Bank recovery and resolution proposal: Frequently Asked Questions*, Bruxelles, 6 Giugno 2012

Commissione Europea, *Memo. Banking union: restoring financial stability in the Eurozone*, Bruxelles, 15 Aprile 2014

Commissione Europea, *Memo. Banking union: restoring financial stability in the Eurozone*, Bruxelles, 9 Marzo 2015

Commissione Europea, *Memo. Banking Union: restoring financial stability in the Eurozone*, Bruxelles, 9 Marzo 2015

Commissione Europea, *Memo. Capital Requirements - CRD IV/CRR – Frequently Asked Questions*, Bruxelles, 16 Luglio 2013

Commissione Europea, *Memo. Commissioner Barnier welcomes agreement between the European Parliament and Member States on Deposit Guarantee Schemes*, Bruxelles, 17 Dicembre 2013

Commissione Europea, *Memo. Commissioner Barnier welcomes trilogue agreement on the framework for bank recovery and resolution*, Bruxelles, 12 Dicembre 2013

Commissione Europea, *Memo. EU Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD): Frequently Asked Questions*, Bruxelles, 15 Aprile 2014

Commissione Europea, *Memo. European Long-term Investment Funds – frequently asked questions*, Bruxelles, 26 Giugno 2013

Commissione Europea, *Memo. Legislative package for banking supervision in the Eurozone – frequently asked questions*, Bruxelles – Strasburgo, 12 Settembre 2012

Commissione Europea, *Memo. Proposal for a Single Resolution Mechanism for the Banking Union – frequently asked questions*, Bruxelles, 10 Luglio 2013

Commissione Europea, *Negotiations on the Regulation for a European Fund for Strategic Investments (EFSI) successfully concluded*, Bruxelles, 28 Maggio 2015

Commissione Europea, *Piano di investimenti per l'Europa: il Fondo europeo per gli investimenti strategici pronto per il decollo in autunno*, Bruxelles, 22 Luglio 2015

Commissione Europea, *Q & A on the Green Paper on building a Capital Markets Union*, Bruxelles, 18 Febbraio 2015

Commissione Europea, *The European Fund for Strategic Investments (EFSI). Questions and Answers*, Strasburgo, 13 Gennaio 2015

Commissione Europea, *The Investment Plan for Europe: Questions and Answers*, Bruxelles, 20 Luglio 2015

Confindustria, *L'Unione dei mercati dei capitali. Lente sull'UE n. 32*, Marzo 2015

Consiglio e Parlamento Europeo, *Direttiva 2009/14/EC*, in «Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea», 11 Marzo 2009

Conti C., *Mps, tutto quello che c'è da sapere*, <http://espresso.repubblica.it/affari/2013/07/30/news/mps-tutto-quello-che-c-e-da-sapere-br-1.57226>, 30 Luglio 2013

Corte di giustizia dell'Unione europea, *COMUNICATO STAMPA n. 7/14*, Lussemburgo, 22 Gennaio 2014

Costâncio V., *Speech at the 11th Annual European Financial Services Conference*, Bruxelles, 31 Gennaio 2013

Costâncio V., *Speech at the 2nd FIN-FSA Conference on EU Regulation and Supervision*, Helsinki, 12 Febbraio 2013

De Luca V. – Fitoussi J.P. – McCormick R., *Capitalismo prossimo venturo. Etica Regole Prassi*, Università Bocconi Editore, Milano, 2010

Di Donfrancesco G., *Svolta Fmi: «Inflazione al 4%»*, in «Il sole 24 ore», 13 Febbraio 2010

Draghi M., *Speech at the conference for the 20th anniversary of the establishment of the European Monetary Institute*, Bruxelles, 12 Febbraio 2014

European Securities and Markets Authority, *Esma response to the Commission Green Paper on Building a Capital Markets Union*, Parigi, 13 Maggio 2015

Fabbrini S., *Una riforma per l'Eurozona*, in «Il sole 24 ore», 16 Giugno 2015

Fornasari F., *I dati e gli insegnamenti della crisi finanziaria USA*, in «Economia italiana», Unicredit Group Roma, volume 1/2013

Franza E., *La grande truffa. Le tante ragioni della crisi della finanza 2008-2009*, Casa Editrice Centro Negozi s.r.l., Roma, 2009

Fратиanni M. – Marchionne F., *Il ruolo delle banche nella crisi finanziaria dei subprime*, in «Economia italiana», Unicredit Group Roma, volume 1/2009

Hache F., *L'Unione dei Mercati dei Capitali in 5 domande. In che modo l'iniziativa della Commissione Europea affronta l'assenza di crescita sostenibile e di nuovi posti di*

lavoro, riducendo il rischio di future crisi e delle relative ricadute sui cittadini?, in «Finance watch», 2015

Hill J., *Conference: Next Steps to Build a Capital Market Union*, Bruxelles, 8 Giugno 2015

Hill J., *The Capital Markets Union: breaking down the barriers to completing the single market*, Londra, 17 Aprile 2015

Juncker J.C., *A New Start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change*, Strasburgo, 15 Luglio 2014

Juncker J.C., *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, 22 Giugno 2015

Kregel J., video dal sito <<http://www.economia.rai.it/articoli/la-crisi-in-america-2007-2008/13953/default.aspx>>

Lamanda C., *Crisi finanziaria: meno internazionalizzazione o migliore supervisione?*, in «Economia italiana», Unicredit Group Roma, volume 1/2013

Mannucci D., *La crisi finanziaria mondiale: dalla Deregulation alla Re-regulation*. <http://www.centrostudifinanza.it/index.php?option=com_content&view=article&id=103:la-crisi-finanziaria-mondiale-dalla-deregulation-alla-re-regulation&catid=48:varie&Itemid=40>

Masera R., *The Basel III global regulatory framework: a critical review*, in «Rivista trimestrale di diritto dell'economia», n. 3 del 2011

Mersch Y., *Speech at the Joint EIB – IMF High Level Workshop*, Bruxelles, 22 Ottobre 2014

Mersch Y., *Speech at the Morgan Stanley Global Investment Seminar*, Terre Bianche, Provenza, Francia, 11 Giugno 2015

Mersch Y., *Speech at the seminar organised by Europolis and Wirtschaftswoche*, Berlino, 5 Aprile 2013

Mucchetti M., *Usa, i sette errori del capitalismo. Eccesso di debito, mutui, innovazioni finanziarie. Il doppio via libera alle banche d'investimento*, in «Corriere della sera», 9 Ottobre 2008

Onado M., *Ultima chiamata per salvare l'Euro?*, in «Economia italiana», Unicredit Group Roma, volume 1/2013

Panetta F., *The European Banking and Capital Markets Unions: Challenges and Risks*, Roma, 6 Febbraio 2015

Parlamento e Consiglio Europeo, *Regolamento (UE) 2015/1017*, in «Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea», 25 Giugno 2015

Pellegrini M., *Banca Centrale Nazionale e Unione monetaria europea*, Cacucci editore, Bari, 2003

Perotti R., *Economisti alla sbarra, ecco l'atto di accusa*, in «Il sole 24 ore», 27 Maggio 2009

Romano B., *Primo accordo UE sul sistema di risoluzione per le banche*, in «Il sole 24 ore», 5 Giugno 2013

Rossano D., *Legittimo il programma "OMT": la Corte di Giustizia dà ragione alla BCE (Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Grande Sezione, 16 Giugno 2015)*, in «Rivista trimestrale di diritto dell'economia», n. 2 del 2015

Sachs J., *La saggezza mancata dei creditori*, in «Il sole 24 ore», 23 Luglio 2015

Salimbeni A.P., *LETTERA DA BRUXELLES. Cinque anni per avere una "unione dei mercati dei capitali"*, in «Il sole 24 ore», 30 Gennaio 2015

Sarcinelli M., *Perché l'Unione Bancaria Europea?*, in «Economia italiana», Unicredit Group Roma, volume 1/2013

Soros G., *La tempesta perfetta e le colpe americane*, in «La Repubblica», 3 Febbraio 2009

Statement of Eurogroup and ECOFI_ Ministers on the SRM backstop, 18 Dicembre 2013

Troisi A., *Gli strumenti di intervento della BCE e le prospettive dell'Unione Europea (Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Grande Sezione, 16 Giugno 2015)*, in «Rivista trimestrale di diritto dell'economia», n. 2 del 2015

Troisi A., *Rating e affidamento dell'investitore: profili di responsabilità dell'agenzia*, in «Rivista trimestrale di diritto dell'economia», n. 3 del 2014

Vegas G., *Incontro annuale con il mercato finanziario*, Milano, 11 Maggio 2015

Vegas G., *Incontro annuale con il mercato finanziario*, Milano, 14 Maggio 2012

Visco I., *Considerazioni finali all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti*, Roma, 26 Maggio 2015

Visco I., *L'attuazione dell'Unione bancaria europea e il credito all'economia*, audizione alla VI Commissione della Camera dei Deputati, Roma, 15 Dicembre 2014

Visco I., *Ruolo, responsabilità, azioni della Banca Centrale nella "lunga" crisi*, Università degli studi di Firenze, 18 Gennaio 2013

Sitografia

www.centrostudifinanza.it

www.consob.it

www.corrieredellasera.it

www.economia.rai.it

www.economist.com

www.esma.europa.eu

www.espresso.repubblica.it

www.europa.eu

www.europeancentralbank.wordpress.com

www.financialstabilityboard.org

www.fondazione-capriglione.luiss.it

www.fondazione-capriglione.luiss.it

www.ilpost.it

www.ilsole24ore.com

www.lastampa.it

www.laweconomicsyearlyreview.org.uk

www.nytimes.com

www.repubblica.it

www.rivoluzione-liberale.it