



DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E MANAGEMENT

Diritto Pubblico dell'Economia

**Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria post-crisi: prospettive di sviluppo  
del diritto dell'economia anche alla luce della potenziale fuoriuscita del  
Regno Unito dall'Unione Europea**

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Francesca Di Sotto

Matricola 210151

Anno Accademico 2019-2020

# **Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria post-crisi: prospettive di sviluppo del diritto dell'economia anche alla luce della potenziale fuoriuscita del Regno Unito dall'Unione Europea**

## *Indice*

<b>INTRODUZIONE</b> .....	3
<b>CAPITOLO PRIMO - LA VIGILANZA FINANZIARIA EUROPEA DOPO LA CRISI</b> .....	4
1 - <i>La crisi e la risposta comune dell'UE alla crisi</i> .....	4
2 - <i>Il Sevif e le Autorità di vigilanza (AEV)</i> .....	7
3 - <i>L'insufficienza dell'intervento: SSM, SRM e CMU</i> .....	10
<b>CAPITOLO SECONDO - IN PARTICOLARE: L'AUTORITA' EUROPEA DEGLI STRUMENTI FINANZIARI E DEI MERCATI (ESMA)</b> .....	17
1 - <i>Il quadro normativo di riferimento</i> .....	17
2 - <i>I poteri e l'operatività</i> .....	19
3 - <i>L'organizzazione amministrativa e i rapporti con BCE, CE, ANC</i> .....	22

<b>CAPITOLO TERZO - LA BREXIT E IL RUOLO DELL'ESMA.....</b>	<b>27</b>
1 - <i>Brexit: problemi e prospettive</i> .....	27
2 - Il ruolo svolto dall'Esma.....	30
3 - Gli interventi recenti.....	33
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>35</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>38</b>
<b>SITOGRAFIA.....</b>	<b>48</b>

## **Introduzione**

L'obiettivo del presente studio è quello di tentare di chiarire l'incidenza delle attività svolte dalle Autorità Europee di Vigilanza sulle attività del mercato finanziario.

Partendo da un inquadramento generale del fenomeno sia sul piano storico che, a grandi linee, su quello normativo, ci soffermeremo innanzitutto sul funzionamento del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF) e in generale sugli organi europei deputati alla gestione dei settori socio-economico-finanziari.

Analizzeremo poi il tema della crisi finanziaria globale che dal 2008 ha reso manifesta la profonda debolezza del moderno sistema finanziario ed esamineremo sia le risposte che in Europa le Autorità Nazionali e sovranazionali hanno elaborato per difendersi dagli effetti nefasti derivati dalla crisi, sia le numerose proposte che sono state messe sul tavolo e che sono ancora in discussione.

Ci soffermeremo sulla genesi e sul funzionamento dell'ESMA, l'autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati: analizzeremo i suoi poteri e l'ambito di operatività, nonché l'organizzazione amministrativa e i rapporti con la Banca Centrale Europea, la Commissione Europea e le autorità Nazionali dei singoli Stati membri.

Infine, non può omettersi un cenno al difficile tema della *Brexit*, esaminando i diversi problemi che ne sono derivati e le prospettive di risoluzione della *empasse* in cui è venuto a trovarsi il Governo britannico. In tale contesto, cercheremo di porre l'attenzione sul ruolo svolto dall'ESMA e sulle attività da queste poste in essere al fine di attenuare le ripercussioni negative che a seguito della *Brexit* potrebbero determinarsi sul mercato finanziario europeo.

## CAPITOLO PRIMO

### LA VIGILANZA FINANZIARIA EUROPEA DOPO LA CRISI

1. *La crisi e la risposta comune dell'UE alla crisi*
2. *Il Sevif e le Autorità di vigilanza (AEV)*
3. *L'insufficienza dell'intervento: SSM, SRM e CMU*

#### 1. *La crisi e la risposta comune dell'UE alla crisi*

La drammatica vicenda dei *subprime*, che nel 2008 ha provocato un vero e proprio terremoto finanziario negli Stati Uniti d'America, ha generato una violentissima onda d'urto che ha coinvolto negli anni successivi l'intero mercato economico globale. Ne è conseguita una crisi senza precedenti, che ha scosso i mercati e più in generale l'anima del sistema economico mondiale.<sup>1</sup>

Come ha evidenziato un noto autore, la crisi del 2008 è riuscita a portare alla luce *"tutte le debolezze e i rischi di un assetto costituzionale e istituzionale di un'Europa che ha ancora una visione nazionale a fronte di dinamiche che hanno assunto dimensione e portata globali"*<sup>2</sup>.

La necessità di porre un freno ai suddetti eventi, ma soprattutto la volontà di prevenire ulteriori future riedizioni degli stessi, hanno indotto l'Unione Europea ad avviare un grande progetto di unificazione bancaria le cui caratteristiche principali possono sintetizzarsi come segue:

- A) aumento della stabilità del sistema Banche;
- B) istituzione di un sistema di vigilanza unico;
- C) istituzione di meccanismi di risanamento degli Istituti bancari in crisi uniformi e più efficaci;
- D) istituzione del c.d. *bailout*, ovvero, il divieto che i costi per il risanamento economico di una banca in crisi finanziaria vengano scaricati sull'intera collettività.

La crisi del 2008 ha trascinato in una spirale recessiva il mondo intero e l'Europa in particolare, inducendo i Paesi membri dell'Unione Europea ad avviare un *iter* di incremento dei sistemi di vigilanza sulle istituzioni finanziarie (*System of financial supervision EU*), in primo luogo mediante costituzione di organismi a ciò dedicati.

In tale contesto, il Consiglio europeo ha avallato le proposte aventi ad oggetto la revisione dei meccanismi di funzionamento del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF).

---

<sup>1</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del 'diritto dell'economia': il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2016; F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2008), Il caso italiano*, Padova, 2009; F. CAPRIGLIONE, *European Banking Union. A challenge for a more united Europe*, in *Law and economics yearly review*, 2013.

<sup>2</sup> G. BOCCUZZI, *L'Unione Bancaria europea*, Roma, 2015.

Il Consiglio – all'interno del suo mandato - suggerisce miglioramenti in materia di vigilanza al fine di migliorare l'efficienza, la coerenza e la trasparenza del processo. Inoltre, il Consiglio introduce nuovi strumenti quali l'elaborazione di un piano strategico di vigilanza a livello dell'UE, per rafforzare i meccanismi esistenti come le verifiche *inter partes* e la consultazione dei gruppi delle parti interessate. Nel corso dell'ultimo decennio, dunque, l'Unione europea ha riformato radicalmente il proprio sistema finanziario e in particolare le regole del suo funzionamento e quelle relative alla supervisione e alla vigilanza. E' stato introdotto un codice unico europeo, ovvero, un insieme ordinato di norme concordato a livello europeo e direttamente applicabile in tutti i Paesi membri. Inoltre, sono state create le Autorità Europee di Vigilanza (AEV).

Queste ultime sono essenziali per garantire una regolamentazione adeguata dei mercati finanziari in tutta l'UE. Esse infatti concorrono alla elaborazione ed applicazione coerente del codice unico e risolvono i problemi di natura transfrontaliera. In tal modo esse favoriscono l'uniformità e la riduzione delle antinomie del sistema.

A partire dal 2017, inoltre, la Commissione europea ha presentato un pacchetto di proposte riguardanti le Autorità Europee di Vigilanza e il CERS (Comitato Europeo per il Rischio Sistemico), aventi ad oggetto la revisione dei loro compiti, dei loro poteri, dei criteri di *governance* e di finanziamento. Il tutto al fine di migliorarne il funzionamento e adeguarne la *performance* al mutare del contesto in cui tali istituzioni sono chiamate ad operare.

Sempre al medesimo fine, nell'anno 2018 la Commissione ha poi presentato una proposta recante disposizioni per il rafforzamento del ruolo dell'Autorità Bancaria Europea (ABE) nel fronteggiare il problema del riciclaggio nell'ambito del settore finanziario (*anti laundering regulation*).

L'orientamento generale riesamina anche la struttura di *governance* esistente mantenendo il principio in base al quale le decisioni devono essere adottate dal Consiglio delle Autorità di vigilanza garantendo alle Autorità nazionali un ruolo decisivo nella *governance* delle AEV: in altri termini, l'obiettivo è quello di scongiurare l'assunzione di deliberazioni avverse all'orientamento assunto dalle Autorità Nazionali in materia di vigilanza.

Ancora, il Consiglio raccomanda di rafforzare il ruolo e i poteri del Consiglio di amministrazione giacché questo è il principale organo deputato alle riunioni e alle decisioni del Consiglio delle autorità di vigilanza<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> SA. KREHER, *Agencies in the European Community – a step towards administrative integration in Europe*, in *Journal of European Public Policy*, 1997, 228-229; X. A. YANTAGANAS, *Delegation of regulatory authority in the European Union. The relevance of the American model of independent agencies*, *Jean Monnet Working Paper* n. 3, 2001; R. DEHOSUSSE, *Misfits: EU Law and the Transformation of European Governance*, *Jean Monnet Working Paper* n. 2, 2002; D. GERARDIN - N. PETIT, *The Development of Agencies at EU and National Levels: Conceptual Analysis and Proposals for Reform*, *Jean Monnet Working Paper* n. 1, 2004, 11-18; C. SCOTT, *Agencies for European Regulatory Governance: A Regimes Approach*, in D. GERARDIN – R. MUNOZ - N. PETIT, *Regulation through Agencies*, in *The EU. A New Paradigm of European Governance*, op cit, 69; E. CHITI, *An important part of the EU's*

In tale contesto, il Consiglio di amministrazione dovrebbe assumere la seguente composizione: un presidente e otto consiglieri di cui: sei facenti parte del Consiglio delle Autorità di vigilanza e due membri stabili, scelti in virtù di una comprovata esperienza in materia di vigilanza finanziaria.

I suddetti soggetti, poi, dovrebbero rispondere del loro operato direttamente nei confronti del Parlamento europeo e del Consiglio europeo.

Quanto agli oneri per il mantenimento delle Autorità di vigilanza, l'ordinamento europeo prevede che ciascun paese membro sostenga i costi per la rispettiva Autorità nazionale, ma con un contributo posto a carico del bilancio dell'Unione europea, corrisposto secondo criteri che garantiscono equilibrio<sup>4</sup>. Relativamente ai poteri delle Autorità di vigilanza, il Consiglio ha raccomandato di assegnare all'ESMA compiti di vigilanza diretta sui soggetti che forniscono informazioni sulle negoziazioni (c.d. "*fornitori di sistemi consolidati di pubblicazione*").

Si auspica inoltre il rafforzamento dello scambio di informazioni (trasparenza) e della cooperazione e coordinamento tra le varie Autorità nazionali di vigilanza, nonché la concentrazione, da parte di queste, dei propri sforzi sul fenomeno delle attività di carattere transfrontaliero.

Per quanto riguarda la riforma del funzionamento del CERS (Comitato Europeo per il Rischio Sistemico), il Consiglio europeo ha invitato a definire in modo chiaro il ruolo di tale istituzione e le sue competenze, onde ridurre il più possibile potenziali conflitti di attribuzione tra questo e la Banca Centrale Europea in materia di gestione della politica monetaria, vigilanza microprudenziale e macroprudenziale.

Nel gennaio del 2018 anche il Comitato Economico e Finanziario del Parlamento europeo ha espresso la propria posizione sul riesame del Sistema europeo di vigilanza finanziaria.

Nello stesso anno gli ambasciatori presso l'UE hanno approvato un mandato parziale per i negoziati sulla componente relativa alla lotta al riciclaggio del pacchetto SEVIF.

A seguito della conferma dell'orientamento generale da parte del Consiglio, i due colegislatori hanno dunque potuto avviare le negoziazioni sulla base del mandato completo sul pacchetto SEVIF, al fine di raggiungere un accordo nel più breve tempo possibile<sup>5</sup>.

---

*institutional machinery: features, problems and perspectives of European agencies*, in *Common Market Law Review*, 2009, 1420-1424; S. GRILLER E A. ORATOR, *Everything under control? The "way forward" for European agencies*, in *The footsteps of the Meroni doctrine*, in *European Law Review*, 2010, 3-15.

<sup>4</sup> Cfr. T. PADOA SCHIOPPA, *La vigilanza bancaria in un mercato globale*, in *Bancaria*, 1995; si veda anche F. VELLA, *Attività bancaria internazionale e sistemi di vigilanza: la nuova disciplina comunitaria*, in *Banca, Borsa*, 1995; Cfr. R.D'AMBROSIO, *La responsabilità della BCE e delle autorità nazionali competenti nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia*, n. 78, gennaio 2015; M. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, J.SOLANA ÁLVAREZ, *I limiti ai poteri di vigilanza nel MUV: il ruolo dei mandati costituzionali e dei diritti fondamentali*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia*, n. 79, ottobre 2015.

<sup>5</sup> M. AFFINITA, *"L'attuazione dell'Unione Bancaria europea: il Meccanismo di vigilanza unica e il Meccanismo unico di risoluzione delle crisi. Profili generali"*, in *Innovazione e diritto*, 2013, 5: "Ai sensi del Considerando 28 Regolamento MVU, è opportuno lasciare alle Autorità nazionali i compiti di vigilanza non attribuiti alla BCE, in particolare i seguenti compiti: ricevere dagli enti

## 2. Il Sevif e le Autorità di vigilanza (AEV)

Per comprendere adeguatamente le tematiche del presente elaborato è necessario formulare un excursus storico-normativo degli organi europei deputati alla gestione dei settori socio-economico-finanziari.

Prima tra tutte è necessario analizzare il funzionamento del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF<sup>6</sup>). Tale sistema consta di una rete che racchiude le tre autorità europee di vigilanza (AEV), il Comitato europeo per il rischio sistemico e le Autorità nazionali di vigilanza (ANV).

Il SEVIF è composto da: - l'Autorità Bancaria Europea (ABE), con sede a Londra, che ha il compito di tutelare i valori di pubblico interesse quali la tutela degli investitori, la stabilità e la trasparenza dei mercati finanziari. L'Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA<sup>7</sup>), con sede a Parigi, che opera

---

*creditizi le notifiche in relazione al diritto di stabilimento e alla libera prestazione di servizi; esercitare la vigilanza sui soggetti che, benché non rientranti nella definizione di "ente creditizio" ai sensi del diritto dell'Unione, il diritto nazionale sottopone alla stessa vigilanza degli enti creditizi; esercitare la vigilanza sugli enti creditizi dei paesi terzi che aprono una succursale o che prestano servizi transfrontalieri nell'Unione; esercitare la vigilanza sui servizi di pagamento; effettuare le verifiche quotidiane sugli enti creditizi; assolvere nei confronti degli enti creditizi la funzione di Autorità competenti in relazione ai mercati degli strumenti finanziari; prevenire l'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio di denaro e di finanziamento del terrorismo e proteggere i consumatori".*

<sup>6</sup> Sul tema si veda M. C. DE BIASIO, *Le criticità dell'Unione Bancaria Europea, una prospettiva pubblicistica*, in <https://www.unibocconi.it/wps/wcm/connect/fb502e2d-0482-4016-a3af-4ddc33cf5fa6/Paper+De+Biasio.pdf?MOD=AJPERES&CVID=ImBJD4!>: *"Il SEVIF, istituito alla luce della relazione Larosière del 2009, deve intendersi come sistema di vigilanza micro e macroprudenziale composto da autorità nazionali ed europee. Tra le seconde, ricordiamo l'Autorità Bancaria Europea (ABE), l'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA) e l'Autorità Europea delle Assicurazioni e delle Pensioni aziendali e professionali (EIOPA), che cooperano tutte in seno al Comitato congiunto delle Autorità Europee di Vigilanza (AEV). Il secondo "cerchio", quello più interno, interessa esattamente il progetto di Unione Bancaria e i suoi tre pilastri. L'asimmetria starebbe, dunque, nel fatto che, mentre il SEVIF coinvolge tutti gli Stati Membri, l'Unione Bancaria influenzerebbe unicamente gli Stati appartenenti all'Eurozona e, in quanto tali, assoggettati alle politiche della BCE";* Cfr. anche M. PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 52, 2012. V. TROIANO, *La MiFID II*, Roma, 2012.

<sup>7</sup> Prima tra tutte, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), la quale vede nella tutela degli investitori la miglior garanzia per il soddisfacimento delle esigenze finanziarie dei consumatori ed inoltre tesa a rafforzare i loro diritti riconoscendo al tempo stesso le loro responsabilità. I criteri di funzionamento sono dall'integrità, dalla trasparenza, dall'efficienza e dal corretto funzionamento dei mercati finanziari e da una solida infrastrutturazione del mercato. Giacché tale inquadramento risulta essere in grado di dare una stabilità finanziaria, un rafforzamento al sistema finanziario, così da poter resistere agli shock e al logorio degli squilibri finanziari ed in definitiva favorire la crescita economica.

L'Autorità in parola sugella i suoi obiettivi nel coordinamento delle misure prese dalle autorità di vigilanza sui valori mobiliari o in alternativa adotta misure di emergenziali in caso di crisi. Al fine di ottenere un corretto operato, l'ESMA si avvale di una specifica struttura. Il primo tra gli organi è il consiglio delle autorità di vigilanza che prende tutte le decisioni politiche e al quale compete l'approvazione delle attività svolte dall'autorità, esso si avvale dei responsabili delle 28 autorità nazionali - osservatori di Islanda, Liechtenstein e Norvegia, osservatori della Commissione europea, rappresentanti dell'Autorità bancaria europea (EBA), dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) ed in fine del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS); uno per organizzazione. Ancora, un consiglio di amministrazione costituito dal presidente dell'ESMA, dai rappresentanti delle autorità nazionali di vigilanza e da delegati della Commissione, i quali garantiscono che l'ESMA svolga correttamente le sue funzioni.

Nello specifico, il funzionamento dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati assolve quattro tipologie di attività, a) valuta i rischi per gli investitori, la stabilità finanziaria e dei mercati, promuove la trasparenza e la tutela degli investitori conferendo prodromici avvisi (ed avvertenze) mediante registri e banche dati pubblici ; b) formula un codice unico per i mercati finanziari dell'UE ed elabora norme tecniche per migliorare il mercato unico dell'UE fornendo consulenze alle istituzioni dell'UE sull'elaborazione di nuove leggi; c) promuove la standardizzazione delle pratiche di vigilanza, condivide le

nell'ambito delle disposizioni delle direttive europee che si applicano alle società che prestano servizi d'investimento o agli organismi d'investimento collettivo che commercializzano le proprie quote o azioni. L'Autorità Europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) 30, con sede a Francoforte, che opera nella cornice delle direttive europee che regolano l'attività delle imprese di assicurazione, delle imprese di riassicurazione, dei conglomerati finanziari, degli enti pensionistici aziendali e professionali e degli intermediari assicurativi.

Il SEVIF vede quale compito principale assicurare una vigilanza finanziaria precisa ed adeguata in tutta l'UE. L'organo in parola essendo la massima autorità in materia di vigilanza bancaria consente alla Banca centrale europea (BCE) di operare in stretta collaborazione con le AEV ed in particolare con l'Autorità bancaria europea (ABE). Ancora, il SEVIF, si adopera per la vigilanza *micro* e *macroprudenziale*<sup>8</sup>.

La vigilanza microprudenziale è la vigilanza esercitata sui singoli istituti, quali banche, compagnie di assicurazione o fondi pensione. Invece, la vigilanza macroprudenziale, essa si incentra sulla sorveglianza del sistema finanziario e previene o attenua i rischi per il sistema.

Relativamente al sistema altro organo di riferimento è il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), il quale contrae la responsabilità della vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario dell'UE<sup>9</sup>. Non essendo parte della BCE, il CERS ha la sua ubicazione operativa a Francoforte sul Meno – Germania -, all'interno degli uffici della Banca. Nello specifico, il Segretariato si occupa dell'ordine e del rispetto dei compiti. Specificatamente, le mansioni essenziali del CERS consistono nel percepimento e analisi delle informazioni considerevoli finalizzate ad individuare rischi sistemici. Inoltre, a) emette segnalazioni nel caso in cui tali rischi appaiano significativi; b) emana raccomandazioni per adottare misure in risposta ai rischi individuati; c) tenere sotto osservazione il seguito dato a segnalazioni e raccomandazioni; d) formula cooperazioni e coordinamenti con le attività dell'AEV e con i consigli internazionali.

---

*best practice* al fine di migliorare l'efficienza per quanto riguarda le ANC e il settore finanziario; d) vigila direttamente su specifici organismi finanziari, agenzie di rating del credito e repertori di dati sulle negoziazioni.

Dal punto di vista dei beneficiari essi sono, l'economia (generalmente intesa); il pubblico (anch'esso generalmente inteso); le autorità di vigilanza dei mercati dei titoli; il settore dei servizi finanziari; gli investitori istituzionali-consumatori al dettaglio; i prestatori di servizi finanziari; gli utilizzatori dei mercati finanziari.

<sup>8</sup> Cfr. R. MASERA, *The Capital Markets Union and the elusive goal of a 'genuine' Economic and Monetary Union*, in *Law and economics yearly review*, 2015, 4, II, p. 215 ss..

<sup>9</sup> Cfr. M. PELLEGRINI, *"MiFID II" e complesso autoritativo di vigilanza europea. In particolare, l'ESMA*, in *La MiFID II*, p. 433 ss.; M. MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia*, n. 73, 2013, 8; F. CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, 2, p. 97. S. AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di Rating finanziario*, Milano, 2014, p. 346 ss.; F. GUARRACINO, *Supervisione bancaria europea. Sistema delle fonti e modelli teorici*, Padova, 2012, p. 138. N. MOLONEY, *The European Securities and Market Authority and institutional design for the EU financial market – a tale of two competences - Part. 2 - rules in action*, *European business organization law review*, 2011, 12, 2, p. 177 ss..

Per quanto concerne la composizione organica del Comitato, il Presidente della BCE presiede anche il CERS e riunisce anche i rappresentanti delle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'UE e i presidenti delle tre autorità europee di vigilanza.

Invece per quanto riguarda le Autorità europee di vigilanza (AEV), esse sono: l'Autorità bancaria europea (ABE); l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, EIOPA); l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority*, ESMA).

Riguardo le attività delle AEV, esse consistono prevalentemente nell'armonizzazione della vigilanza finanziaria in seno all'UE mediante lo sviluppo di un *corpus* unico di norme, ossia di un insieme di *standard* prudenziali per le singole istituzioni finanziarie. Le autorità europee di vigilanza contribuiscono anche a un'applicazione coerente di tale *corpus* affinché si creino condizioni di parità concorrenziale. Esse hanno altresì il compito di valutare rischi e vulnerabilità nel settore finanziario.

Invece, riguardo la composizione, a capo di ciascuna autorità siede un presidente che rappresenta l'organizzazione.

Le decisioni operative sono assunte dal rispettivo consiglio delle autorità di vigilanza, composto da rappresentanti delle autorità nazionali<sup>10</sup> di vigilanza di ciascun paese. Inoltre, è possibile notare la presenza anche di organismi congiunti.

In primis, la Commissione di ricorso, la quale è un organo indipendente ed è competente per i ricorsi che presentano i soggetti interessati dalle decisioni delle tre AEV. Essa, si compone di sei membri e sei supplenti, designati dalle AEV.

Ancora, il Comitato congiunto delle AEV che assicura l'uniformità intersettoriale nello sviluppo e nell'applicazione del corpus unico di norme.

In sede di consesso, alle riunioni del Comitato congiunto partecipano i rappresentanti di ciascuna delle tre AEV, consentendo la cooperazione reciproca e un regolare scambio di informazioni.

---

<sup>10</sup> Cfr V. TROIANO, *Interactions between EU and national authorities in the new structure of EU financial system supervision*, in *Law and economics yearly review*, 2012, 1, I, p. 144 ss.; M. PELLEGRINI, "MiFID II" e complesso autoritativo di vigilanza europea. In particolare, l'ESMA, cit.; F. GUARRACINO, *Supervisione bancaria europea. Sistema delle fonti e modelli teorici*, Padova, 2012; D. ROSSANO, *Lo short selling e i poteri dell'ESMA*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 4, 2014, p. 221 ss.; R. LENER - E. RULLI, *The reforms of the European financial markets supervision. The difficult coordination between EU and Member States*, in *Law and economics yearly review*, 2013, 2, I, p. 99 ss..

### 3. L'insufficienza dell'intervento: SSM, SRM e CMU

Come ben noto, l'unione bancaria (*Union banking*) consta di tre pilastri essenziali, che ci apprestiamo a esaminare nel dettaglio come segue:

#### 1) il Meccanismo di vigilanza unico - *Single Supervisory Mechanism* (SSM).

Lo strumento in questione è stato voluto dal Parlamento Europeo (Reg. UE/1024/2013) al fine di assegnare alla Banca Centrale Europea funzioni di "*vigilanza prudenziale diretta*" sugli Istituti bancari più rilevanti (c.d. *significant institutions*). La rilevanza viene assegnata in forza di coefficienti economici quali la presenza di un attivo superiore ai 20 miliardi di euro o la presenza di un attivo che rappresenti almeno il venti per cento del prodotto interno lordo del paese di origine.

Ancora, alla Banca Centrale Europea vengono assegnate funzioni di "*vigilanza prudenziale indiretta*" (mediata cioè dall'intervento delle Autorità nazionali), sugli istituti meno significativi (c.d. *less significant institutions*).

#### 2) il Meccanismo di risoluzione unico - *Single Resolution Mechanism* (SRM).

Lo strumento in questione è stato concepito al fine di evitare che gli interventi posti in essere con l'obiettivo di salvare Istituti bancari in crisi avesse ripercussioni eccessive sulla finanza pubblica (Reg. UE/806/2014).

Ai suddetti fini, è stato in primo luogo introdotto il principio del *bail-in*, il quale stabilisce che le operazioni di risanamento delle banche debbano gravare innanzitutto sugli azionisti e poi, in seconda battuta, sui titolari di obbligazioni e di conti correnti di deposito che rechino un saldo.

Ancora, viene istituito il Comitato di Risoluzione Unico – *Single Resolution Board* (SRB) – il quale ha poteri risolutivi; e un Fondo di Risoluzione Unico – *Single Resolution Fund* (SRF) – costituito mediante apporti delle singole banche europee, il quale dovrebbe essere dotato di una riserva finanziaria pari all'1% dell'importo di tutti i depositi protetti in pancia agli Istituti di credito autorizzati dai singoli Stati dell'Unione (in cifre, si prevede il raggiungimento di una soglia pari a circa 55 miliardi di euro).

Il Fondo dovrebbe poi essere garantito mediante un meccanismo regolamentato<sup>11</sup>, consistente probabilmente in un Fondo monetario europeo il quale dovrebbe fungere da "prestatore da ultima istanza" e così agevolare una risoluzione più ordinata degli Istituti di credito in crisi finanziaria<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Sul tema cfr. C. G. ROMANO, *Institut national d'assurance maladie-invalidité*, in *Racc.*, 1981, 1241, p. 20; D. GERARDIN, *The development of European regulatory agencies: what the EU should learn from the American experience*, in *Columbia Journal of European Law*, 2004, 10; S. GRILLER – A. ORATOR, *Everything under control ?*, op. cit., 18.

<sup>12</sup> Il meccanismo *backstop* viene adoperato nel caso in cui, dopo aver imputato perdite agli azionisti e ai creditori delle banche, il Fondo di risoluzione unico non sia in grado di disporre momentaneamente di sufficienti risorse per agevolare la risoluzione ordinata delle banche in crisi. Per una ricostruzione storica di tale significativa fase del processo interpretativo della realtà normativa bancaria, v. F. CAPRIGLIONE, *Evoluzione della disciplina di settore*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2015.

### 3) il Sistema unico di garanzia dei depositi - *Deposit Scheme Guarantee*.

L'istituto in parola non è ancora attivo. L'idea di base è quella di costituire un meccanismo di assicurazione dei depositi unico (*European deposit insurance* - EDIS) il quale consentirebbe alle banche europee di ammortizzare i relativi costi. Invero, ciascun Istituto di credito andrebbe a finanziare un fondo unico nazionale il quale a sua volta dovrebbe confluire in un fondo europeo preposto al ruolo di garanzia dei depositi (la data prevista per la sua costituzione è il 2024).

Al preciso scopo di realizzare l'obiettivo della riduzione dei rischi sistemici, invece, sono degne di evidenza alcune proposte legislative presentate in seno alla Commissione Europea nel 2016.

L'obiettivo principale era quello di innalzare i livelli di resistenza del sistema bancario e, di conseguenza, rendere finanziariamente più stabile l'intero mercato europeo.

Due tra le suddette proposte ad oggi sono diventate legge, e precisamente:

1) il Reg. UE/2395/2017, il quale ha apportato modifiche al precedente Regolamento UE/575/2013 *“relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento”*.

La modifica ha riguardato le regole volte a ridurre l'incidenza sui fondi propri del principio n. 9 degli *International Financial Reporting Standards* (IFR – in italiano “principi di contabilità internazionale”), in virtù del quale viene introdotto un nuovo metodo di classificazione degli strumenti finanziari e dei derivati in essi incorporati, il cui fine principale è quello di migliorare i problemi derivanti dalla difficile e assai fluida possibilità di contabilizzare gli stessi.

2) la Direttiva UE/59/2014, avente ad oggetto l'istituzione di un *“quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento”*

Restano però ancora al vaglio delle autorità europee ulteriori proposte avanzate nell'ambito della stessa legislatura 2016, tra cui la modifica del Regolamento UE/806/2014 in materia di rifinanziamento degli Istituti bancari e la modifica della Direttiva UE/36/2013 *“sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento”*.

Onde completare il quadro delle misure finalizzate alla riduzione del rischio finanziario in capo agli enti creditizi, sembra poi opportuno menzionare alcune iniziative della Commissione europea aventi ad oggetto il problema della massa di crediti deteriorati (c.d. *non performing loans*) in pancia alle suddette Istituzioni<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> F. SARTORI, *Sul “diritto della gestione degli attivi problematici (Non Performing Loans)”*: linee dell'evoluzione normativa, in *Riv. dir. banc.*, [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 2018.

Il fine principale è, da una parte, la definizione di *standards* per il contenimento della massa entro limiti fisiologicamente sopportabili, dall'altra, la definizione di una regolamentazione avente ad oggetto i titoli garantiti da obbligazioni sovrane.

Come noto, la presenza eccessiva di crediti *non performing* incide direttamente sulla stabilità di una banca e sulla sua capacità di operare nell'ambito del credito al consumo.

Ciò considerato, nel 2018 la Commissione europea ha avanzato una proposta di regolamento il cui fine è la creazione di una "*rete di sicurezza prudenziale normativa per prevenire in futuro l'accumulo eccessivo di crediti deteriorati senza copertura sufficiente delle perdite nei bilanci*" bancari<sup>14</sup>.

La suddetta proposta interviene esclusivamente sui crediti di futura erogazione. In caso di loro passaggio nella sfera del *non performing*, si prevede una loro svalutazione entro due anni di tempo, salvo sussistenza di una garanzia, nel qual caso la svalutazione sarebbe praticabile in un arco temporale più esteso, pari a otto anni.

A prescindere dalla sussistenza o meno di una garanzia, poi, si prevede una svalutazione nella misura dell'ottanta per cento per una categoria di finanziamenti definita *unlikely to pay*, soggetti cioè a una possibile ma non certa insolvenza, i quali registrino la presenza di rate scadute da oltre novanta giorni<sup>15</sup>.

Ancora, sempre nel 2018 la Commissione europea ha emanato la sua "*terza relazione sui progressi compiuti nella riduzione dei crediti deteriorati e nell'ulteriore riduzione del rischio nell'Unione bancaria*".

Il predetto documento riferisce di un notevole incremento della stabilità finanziaria in zona euro successivo alla crisi del 2008. Ciò è testimoniato dai più elevati coefficienti di solvibilità e dalla maggiore copertura in termini di liquidità degli Enti creditizi.

L'*European Banking Authority*, inoltre, riferisce un accrescimento della tenuta delle banche rispetto agli shock economici.

Anche la presenza di *non performing loans* sembra essersi notevolmente ridotta in zona euro (invero, nel secondo trimestre del 2018 si è registrato un calo di 2.8 punti su base annua).

Ancora, si è registrato un notevole aumento degli accantonamenti finalizzati alla copertura delle perdite sul credito (59% sempre nel secondo trimestre 2018).

---

<sup>14</sup> COM 134/2018 relativa alla copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate.

<sup>15</sup> "*La proposta della Commissione è sostanzialmente in linea con l'addendum alle linee guida sui crediti deteriorati pubblicato il 15 marzo 2018 dalla BCE, il quale si applica alle banche significative dell'area dell'euro. Esso specifica le attese della BCE sui livelli di accantonamenti minimi ai fini prudenziali per le esposizioni classificate come deteriorate dopo il 1° aprile 2018. In breve, alle banche si richiede di adottare il c.d. approccio "di calendario" (calendar provisioning), che consiste nello svalutare gradualmente nel corso del tempo i nuovi NPL fino a raggiungere la svalutazione integrale alla fine di un determinato periodo (2 anni se non garantiti e 7 anni se garantiti). Per maggiori ragguagli sul punto cfr. Angelini P., I crediti deteriorati: mercato, regole e rafforzamento del sistema, Banca d'Italia, 9.10.2018*" – in A. PEZZUTO, *La riforma dell'architettura di vigilanza europea*, 2018, in <https://www.tidona.com/la-riforma-dellarchitettura-di-vigilanza-europea/>

Restano alte le variazioni tra i diversi Paesi dell'Unione<sup>16</sup>, ma il quadro generale sembra essere in costante miglioramento.

Ancora, viene avanzata una ulteriore proposta di regolamento (COM 135/2018) “*relativa ai gestori di crediti, agli acquirenti di crediti e al recupero delle garanzie reali*”, la quale ha le seguenti finalità:

- 1) il rafforzamento degli strumenti di tutela del credito garantito mediante la predisposizione di metodi di recupero più efficienti per le imprese;
- 2) la rimozione di ostacoli iniqui all'affidamento a soggetti terzi (anche mediante cessione/vendita) della gestione del credito, al preciso fine di favorire la formazione di mercati di natura secondaria riservati ai *non performing loans*.

Invero, negli ultimi dieci anni successivi alla crisi dei *subprime*, è emersa la necessità di favorire una prudentiale separazione tra rischio sovrano e rischio bancario, giacché il deterioramento del merito di un credito sovrano è in grado di produrre tensioni nei bilanci degli Istituti di credito per via della riduzione delle obbligazioni in pancia alle stesse (c.d. effetto *doom.loop*).

In virtù di quanto sopra, la Commissione ha quindi presentato la menzionata proposta volta a favorire la costituzione del mercato secondario dei *non performing loans*, da una parte, e una ulteriore proposta volta alla costituzione di un mercato dei titoli garantiti da obbligazioni sovrane, dall'altra (COM 339/2018). Nello specifico, quest'ultima prevede che la circolazione sui mercati dei titoli garantiti da obbligazioni sovrane (*sovereign bond-backed securities – SBBS*) di area euro non comporti alcuna forma di mutualizzazione dei rischi tra i medesimi Stati membri.

Al suddetto fine, gli SBBS dovrebbero essere emessi da apposite società veicolo (*special purpose vehicle - SPV*) i cui fini istituzionali non contemplino lo svolgimento di attività rischiose ma solo l'acquisto di titoli sovrani emessi sui mercati obbligazionari in misura proporzionale al Prodotto Interno Lordo dell'emittente.

Ancora, va rilevato come nel 2015, stante l'insussistenza di un fiorente mercato europeo dei capitali, a differenza di quanto avviene negli USA, la Commissione europea ha avviato un programma che prevede una serie di interventi finalizzati a incrementare lo sviluppo del mercato finanziario europeo<sup>17</sup>. L'espressione utilizzata è *Capital Markets Union (CMU)*. Il piano ha fatto parte del programma di insediamento del presidente Junker, in un'ottica di crescita e sviluppo dell'area euro e di innalzamento dei livelli occupazionali<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> In particolare, si è rilevato come presso dodici Stati membri la quota di non performing si è abbassata intorno al tre per cento, mentre in molti paesi questa resta superiore al dieci per cento.

<sup>17</sup> I mercati dei capitali nell'UE rappresentano il 160% circa del PIL dell'Unione, mentre questa percentuale sale al 260% del prodotto negli Stati Uniti.

<sup>18</sup> Cfr. al riguardo il rapporto Confindustria, *l'Unione dei mercati dei capitali*, Marzo 2015.

Il programma è stato portato avanti nel corso di questi anni seguendo alcune specifiche direttive, tra cui:

- a) finanziamento di *start-up* e imprese non quotate mediante l'incremento del *venture capitalism* e maggiore accesso ai mercati finanziari di piccole e medie imprese;
- b) ampliamento della capacità di investimento degli investitori istituzionali, non tanto in termini di quantità di capitale investito quanto in termini di accesso a una gamma maggiore di prodotti;
- c) ampliamento del credito al consumo e del credito al lungo termine;
- d) rimozione dei limiti agli investimenti transfrontalieri.

Sempre nell'ottica di attuare il suddetto programma, la Commissione ha poi avanzato le seguenti due proposte legislative:

- 1) COM (2017) 343 - una proposta del Parlamento europeo e del Consiglio sulla istituzione di un prodotto pensionistico Paneuropeo (*pan-European Personal Pension Product - PEPP*);
- 2) COM (2018) 94 – una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'emissione di obbligazioni garantite e alla vigilanza pubblica delle obbligazioni garantite e che modifica la direttiva 2009/65/CE e la direttiva 2014/59/UE.

Degne di rilievo sono poi le seguenti proposte di legge già oggetto di approvazione:

- 1) Il Regolamento (UE) 2017/1129, "*relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE*". Esso semplifica gli adempimenti a carico delle imprese interessate alla raccolta di capitali tra il pubblico;
- 2) Il Regolamento (UE) 2017/1991, "*che modifica il regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital e il regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale*", con l'obiettivo di favorire le piccole e medie imprese innovative o di carattere sociale, prevedendo, a tal fine, tra le altre cose, un ampliamento delle possibilità di investimento consentite ai gestori di grandi fondi con portafogli superiori ai cinquecento milioni di euro, con abbattimento degli oneri.
- 3) Il Regolamento (UE) 2017/2402, "*che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012*". Il tutto con il fine ben specifico di promuovere un mercato delle cartolarizzazioni di maggiore levatura.

Sono numerose le proposte avanzate dalla Commissione sulle quali non risulta ancora sia pervenuto un accordo. Tra queste, a titolo esemplificativo, si richiamano le seguenti:

- a) la proposta di modifica della direttiva (UE) 2012/30, avente ad oggetto l'adozione di misure volte ad incrementare l'efficacia dei processi di ristrutturazione delle imprese finanziarie in crisi di insolvenza (COM (2016) 723);
- b) la proposta di modifica dei Regolamenti (UE) 2010/1095 e (UE) 2012/648, relativa alla istituzione di un quadro di risanamento e risoluzione delle controversie (COM (2016) 856)
- c) una proposta di modifica del sopra menzionato Regolamento (UE) 2010/1095, che istituisce l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, nonché il Regolamento (UE) 2012/648 in merito alle procedure per l'autorizzazione delle controparti centrali e i requisiti per il riconoscimento delle CCP (*Central Counterparty Clearing* - controparti centrali) dei paesi terzi (COM (UE) 331);
- d) una proposta di modifica del regolamento istitutivo delle Autorità di vigilanza Europee (*European Supervisory Authorities – ESAS*), COM (2017) 536, poi modificata nel settembre 2018 per rafforzare il quadro di vigilanza in materia di lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo - COM (2018) 646;
- e) degna di menzione è poi l'istituzione del Piano d'azione sulla finanza tecnologica, mediante il quale la Commissione europea mira a incrementare lo sviluppo di tecnologie applicate al mondo della finanza (COM (2018) 109)<sup>19</sup>.

Il Piano d'azione sulla finanza tecnologica è stato concepito unitamente alla proposta di modifica della Direttiva 2014/65/UE in materia di mercati e strumenti finanziari (COM (2018) 99), e alla proposta di regolamento avente ad oggetto i fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese (COM (2018) 113);

- f) del pari, è opportuno menzionare il Piano d'azione per la finanza sostenibile<sup>20</sup>, i cui obiettivi principali sono lo stabilire una nomenclatura uniforme europea che individui i cardini del concetto "finanza sostenibile" e gli ambiti in cui direzionare gli investimenti affinché abbiano un impatto sostenibile; istituire un marchio europeo che contraddistingua i prodotti finanziari sostenibili (*green*) e in tal modo indirizzi gli investitori verso investimenti ecosostenibili; sancisca gli obblighi dei gestori di patrimoni e degli investitori istituzionali di impegnare le proprie risorse verso investimenti sostenibili ,per il miglioramento dei requisiti di *disclosure*; e così via.

---

<sup>19</sup> Nel marzo 2018, peraltro, l'EBA ha pubblicato una *roadmap* sulla *Fin-Tech*, la quale individua le priorità per il biennio 2018-2019, tra le quali figurano il monitoraggio dell'impatto della tecnologia sui modelli di *business* tradizionali, la promozione di *best practices* in materia di *cybersecurity* e di test comuni sulle minacce informatiche, l'identificazione e la valutazione dei rischi dell'utilizzo delle *Fin-Tech* per il riciclaggio di denaro o per il finanziamento del terrorismo.

<sup>20</sup> Si veda il comunicato stampa pubblicato sul sito internet della Commissione: [https://ec.europa.eu/italy/news/20180308\\_piano\\_di\\_azione\\_Ce\\_per\\_finanza\\_sostenibile\\_it](https://ec.europa.eu/italy/news/20180308_piano_di_azione_Ce_per_finanza_sostenibile_it)

Il Piano, al fine di una migliore efficacia e coesione con il sistema, è accompagnato dalle seguenti tre proposte di regolamento: a) COM (2018) 353 - *“Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili”*; b) COM (2018)354 - *“Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO sull’informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della direttiva (UE) 2016/2341”*;

c) COM (2018) 355 - *“Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio”*.

In tale contesto, la Commissione ha espresso il proprio auspicio affinché i legislatori degli Stati membri, anche nell’ottica della probabile imminente uscita dall’Unione del Regno Unito, incrementino le proprie attività onde pervenire nel più breve tempo possibile all’attuazione delle menzionate proposte<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> Comunicazione *“Unione dei mercati dei capitali: è il momento di rinnovare gli sforzi a favore degli investimenti, della crescita e di un ruolo più forte dell’euro”*, del 28 novembre 2018.

## CAPITOLO SECONDO

IN PARTICOLARE: L'AUTORITA' EUROPEA DEGLI STRUMENTI FINANZIARI E DEI MERCATI (ESMA)

1. *Il quadro normativo di riferimento*
2. *I poteri e l'operatività*
3. *L'organizzazione amministrativa e i rapporti con BCE, CE, ANC.*

### 1. *Il quadro normativo di riferimento*

Per esplicitare esaustivamente la struttura giuridica sottesa alla *European Securities and Markets Authority* - meglio nota come ESMA - risulta necessario proseguire nella sua digressione strutturale iniziata nel capitolo precedente<sup>22</sup>.

L'ESMA è un'autorità che gode di una specifica indipendenza – sinallagmatica rispetto alle nostre Autorità amministrative indipendenti<sup>23</sup> (*Autorities* – Banca d'Italia; CONSOB; IVASS ex ISVAP; A.N.A.C. ecc.) – svincolata dai poteri dell'UE la quale ha come obiettivo la *protezione degli investimenti* e la *promozione* nonché la *realizzazione* esistenziale dei *mercati finanziari stabili e ordinati*<sup>24</sup>.

L'autorità in parola fonda la sua *mission* su tre obiettivi portanti:

- 1) *Protezione degli investitori* - Essa svolge il ruolo di garante del consumatore e di vigilanza sul rispetto di adeguati standard nell'offerta dei servizi, in tal modo rafforzando i diritti degli investitori ma anche riconoscendo le dovute responsabilità.

---

<sup>22</sup> Le questioni emergenziali derivati dalla crisi hanno costretto la rivisitazione dei canoni tradizionali di impostazione delle autorità europee, consentendo all'ESMA compiti di vigilanza su specifici comparti, quali le agenzie di *rating*, la disciplina dello *short selling* la regolamentazione delle EMIR, dando alla stessa la facoltà di adottare misure limitative all'effettuazione di operazioni in circostanze particolari di stress dei mercati. Inoltre, all'ESMA è attribuito il potere esclusivo di rilasciare alle agenzie di *rating* l'autorizzazione ad operare in Europa e di vigilare sullo svolgimento della loro attività, compresa la facoltà di imporre sanzioni amministrative pecuniarie che costituiscono titolo esecutivo. In questo contesto, il rapporto fra autorità nazionale ed europee diventa di stretta cooperazione. Cfr. G. NAPOLITANO, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giorn. dir. Amm.*, 2008, 1083 e ss.

<sup>23</sup> La dottrina, oramai in maniera unanime, concorda nel sostenere la natura amministrativa di tali autorità. Di pari avviso la giurisprudenza amministrativa (*ex plurimis*: Cons. Stato, sez. VI, sent. 29 maggio 2008, n. 2548) e quella ordinaria (Cass., sez. I, sent. 30 giugno 2001, n. 8889). In dottrina, *ex plurimis*, cfr. M. MANETTI, *Poteri neutrali e Costituzione*, Milano, Giuffrè, 1994; S. NICCOLAI, *I poteri garanti della Costituzione e le autorità indipendenti*, Pisa, ETS, 1996; M. PASSARO, *Le amministrazioni indipendenti*, Torino, Giappichelli, 1996; A. PREDIERI, *L'erompe delle autorità amministrative indipendenti*, Firenze, Passigli, 1997; ID., *Le autorità indipendenti nei sistemi istituzionali ed economici*, I, Firenze, Passigli, 1997; P. LAZZARA, *Autorità indipendenti e discrezionalità*, Padova, Cedam, 2001; F.G. SCOCA, *Le amministrazioni indipendenti*, in L. MAZZAROLLI, G. PERICU, A. ROMANO, F.A. ROVERSI MONACO, F.G. SCOCA (a cura di), *Diritto amministrativo*, vol. I, Bologna, Monduzzi, 2001, p. 598; L. GIANI, *Attività amministrativa e regolazione di sistema*, Torino, Giappichelli, 2002; F. MERUSI – M. PASSARO, *Autorità indipendenti*, in *Enciclopedia del diritto*. Aggiornamenti, vol. VI, Milano, Giuffrè, 2002, p. 151 ss.; A. RIVIEZZO, *Il doppio Stato regolatore: profili costituzionali, appunti di teoria generale*, Napoli, Jovene, 2013; B.G. MATTARELLA - A. NATALINI (a cura di), *La regolazione intelligente: un bilancio critico delle liberalizzazioni italiane*, Firenze, Passigli, 2013; M. SANINO, *L'approdo dell'esperienza delle autorità indipendenti a oltre vent'anni dalla loro istituzione*, Padova, Cedam, 2015.

<sup>24</sup> M. BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002; A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari*, in *Trattato di Dir. Amm.*, a cura di S. CASSESE, Milano, 2003, p. 2961; F. PIGA - A. SEGNI, *Società e borsa (CONSOB)*, in *Enc. Del Dir.*

2)  *Mercati ordinati* – Essa promuove trasparenza ed efficienza, e pertanto favorisce il buon funzionamento dei mercati.

3)  *Stabilità finanziaria* – I suoi contributi favoriscono lo sviluppo di anticorpi alle future situazioni di crisi,  *shock* finanziari e disequilibri.

4)  *Sviluppo* – Giacché garantire il corretto funzionamento di un sistema e la sua stabilità favorisce lo sviluppo dei soggetti che in esso operano.

L'ESMA, poi, coordina le autorità nazionali in tema di adozione di misure in materia di valori mobiliari o misure anticrisi<sup>25</sup>.

Il suo funzionamento e le sue attività si basano su una molteplicità di obiettivi, quali: 1) la valutazione dei rischi per gli investitori, per i mercati e soprattutto la stabilità finanziaria (promozione della trasparenza mettendo a disposizione degli investitori le informazioni contenute nei pubblici registri e nelle banche dati, nonché predisposizione di  *alert* da trasmettere agli investitori in caso di specifici rischi); 2) la redazione di un regolamento unico diretto ai mercati finanziari europei e finalizzato ad implementare il mercato unico mediante anche la formazione di norme di natura tecnica; 3) favorire l'uniformazione dei processi di vigilanza anche mediante la condivisione delle  *best practices* rilevate nel sistema. Ciò sia in relazione al settore della concorrenza che in ambito finanziario.

Ancora, l'ESMA svolge un ruolo importante in tema di supervisione degli organismi finanziari quali le Agenzie di  *rating* e i custodi dei dati di negoziazione.

Relativamente alla struttura tecnico amministrativa, il Consiglio delle autorità di vigilanza ha in capo tutte le decisioni politiche ed è responsabile dell'approvazione del lavoro dell'ESMA<sup>26</sup>.

Esso comprende:

1. i capi di 28 autorità nazionali;
2. osservatori provenienti da Islanda, Liechtenstein e Norvegia;
3. osservatori della Commissione europea;

---

<sup>25</sup> In questi termini R. COSTI,  *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000, pag. 112. Si vedano anche le Comunicazioni Consob 9 luglio 1997, n. DAL/97006042 e 21 giugno 2001, e da ultimo n. DIN/1049452, ove la Commissione ha definito il servizio di collocamento come “un accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta al pubblico e al conseguente collocamento, da parte di quest'ultimo, presso la clientela degli strumenti finanziari emessi”.

<sup>26</sup> “Per il raggiungimento di tali obiettivi l'AESFEM ha operato a stretto contatto con le autorità nazionali competenti (ANC) degli Stati membri e ha continuato a investire sulle sue solide relazioni di lavoro con le corrispettive autorità europee di vigilanza: l'Autorità bancaria europea (ABE), l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) e il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS)” – in Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, Relazione annuale, 2012, <http://www.esma.europa.eu>, Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati Relazione annuale, 14 giugno 2013.

4. i rappresentanti dell’Autorità bancaria europea (EBA), dell’Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA); del Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB).

L’ESMA è inoltre dotata di un CDA che annovera un Presidente, rappresentanti delle singole Autorità nazionali di vigilanza, delegati della Commissione.

Tale organigramma è volto al raggiungimento di specifici obiettivi e più precisamente per la soddisfazione dei beneficiari e dei loro interessi.

I beneficiari in parola sono:

1. L’economia generale<sup>27</sup>;
2. Il settore dei servizi finanziari;
3. Investitori privati ed istituzionali;
4. Fornitori di servizi finanziari;
5. Utenti dei mercati finanziari.

Per rendere più agevole e chiaro quanto detto è possibile sintetizzare il tutto determinando come il ruolo dell’ESMA sia essenziale per: migliorare la protezione degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili e ordinati<sup>28</sup>.

## 2. I poteri e l’operatività

Per avere una chiara visione sulle capacità e le applicazioni pratiche dell’ESMA, si ritiene necessaria un’analisi relativa ai poteri attribuiti alle singole Autorità europee di vigilanza micro-prudenziale.

---

<sup>27</sup> Le previsioni economiche per gli anni 2019/2020 - presentate dalla Commissione europea - sono abbastanza preoccupanti. “Il ritmo di crescita complessivi si modererà rispetto agli alti tassi degli anni recenti”, per via della “grande incertezza” internazionale ed europea. Il Pil 2019 dell’Eurozona viene ribassato drasticamente di 0,6 punti all’1,3%, ed anche il pil 2018 viene ribassato dal 2,1 all’1,9 %. Per l’Italia, le previsioni attestano una crescita dello 0,2% nel 2019. Da ciò ci si aspetterebbe che i governi si adoperassero per una soluzione comune ma tale aspettativa viene disattesa facendo esattamente il contrario. J. MONNET, *proposte di costruire un mercato comune – unico – con conseguente miglioramento delle condizioni di vita degli europei che consentì all’economia di ricomporre ciò che la politica aveva diviso*, in *Il sole 24ore*, 11 febbraio 2019.

<sup>28</sup> Cfr. ESMA, *Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR - ESMA/2014/1569*: “an investment firm informing a client that investment advice is provided on an independent basis shall define and implement a selection process to assess and compare a sufficient range of financial instruments available on the market. The selection process should include all of the following elements: i. a diversified selection of financial instruments by type, issuer, or product provider, which is not limited to financial instruments issued or provided by the investment firm it-self or by entities having close links or other relevant close legal or economic relation-ship with the investment firm should be considered; ii. the number and variety of financial instruments considered should be proportionate to the scope of advice services offered by the independent investment adviser; iii. the number and variety of financial instruments considered is adequately representative of financial instruments available on the market; iv. the quantity of financial instruments issued by the investment firm itself or by entities closely linked to the investment firm itself is proportionate to the total amount of financial instruments considered; and v. the criteria for comparing the various financial instruments should include all relevant aspects such as risks, costs and complexity as well as the characteristics of the in-vestment firm’s clients, and should ensure that neither the selection of the instruments that may be recommended nor the recommendations that are made to client are biased”, in [www.europa.eu](http://www.europa.eu), 28 dicembre 2017.

Dette autorità, a differenza di quanto comunemente avviene per le Autorità europee di altra natura, sono caratterizzate dalla sussistenza di una responsabilità estremamente maggiore (si veda il richiamo alle *Authorities* nel paragrafo precedente).

In sostanza, stiamo parlando dello sviluppo di un sistema amministrativo europeo<sup>29</sup> che si basa sulla necessità di specializzazione e competenza tecnica per individuare efficaci discipline di settore<sup>30</sup>.

Le Agenzie, in quanto enti autonomi e indipendenti, sono strutture che hanno la capacità di annullare e risolvere situazioni di conflitto tra gli enti nazionali. In tal senso, dunque, esse svolgono il ruolo di centri di regolazione degli interessi che favoriscono una migliore integrazione dei Paesi membri<sup>31</sup>.

Uno dei principali problemi che si pone in materia è quello della legittimità della crescita dei poteri amministrativi delle autorità in parola e dei loro limiti. La problematica è originata già 60 anni orsono, con la diffusione della c.d. dottrina Meroni, quando fu sancito il divieto di delegare alle Agenzie competenze che i Trattati già avessero assegnato ad altre Istituzioni europee.

La criticità principale è individuata nel fatto dell'assegnazione a Enti di nuova istituzione di poteri ove i Trattati istitutivi non prevedono questo spostamento di competenze. Ciò nonostante, il problema viene superato mediante un bilanciamento degli interessi in gioco, che induce a ritenere che la dislocazione di quelle competenze (funzioni di vigilanza) verso soggetti specializzati, neutrali e autonomi rappresenti una chance piuttosto che una delegittimazione degli enti nazionali, e dunque il sistema migliore per realizzare

---

<sup>29</sup> *“La mappatura della materia amministrativa, dal punto di vista generale, è basata sull’insieme di elementi o sottosistemi connessi tra loro e/o con l’ambiente esterno, mediante relazioni che operano all’unisono. In considerazione di quanto sostenuto, il diritto amministrativo deve essere necessariamente valutato in relazione al suo intrinseco valore empirico”*, Cfr. E.M. TULLI-GUARDABASSI, *Analisi neuroscientifica del diritto amministrativo*, in [www.helpconsumatori.it](http://www.helpconsumatori.it), 11 marzo 2019.

<sup>30</sup> H.C.H. HOFMANN - A. MORINI, *Constitutional aspects of the pluralisation of the EU executive through “agencification”*, in *European Law Review*, 2012, 421-423; M.L.P. GROENLEER, *The Autonomy of European Union Agencies. A Comparative Study of Institutional Development*, Delft, Eburon, 2009, 100-108; P. MAGNETTE, *The Politics of Regulation in the European Union*, in D. GERARDIN, R. MUÑOZ e N. PETIT (eds.), *Regulation through Agencies in the EU. A New Paradigm of European Governance*, Chetenham, Elgar, 2005, 7-10.

<sup>31</sup> Sul punto riteniamo utile riportare alcune righe esplicative tratte del testo di un autorevole esponente della dottrina: *“Le Autorità di vigilanza europee hanno svolto un ruolo chiave nel garantire mercati finanziari adeguatamente regolamentati, forti e stabili nell’UE. Fin dalla loro istituzione, hanno contribuito all’elaborazione del codice unico europeo per i servizi finanziari e alla convergenza delle pratiche di vigilanza. Tuttavia, i processi decisionali sanciti nei regolamenti istitutivi, unitamente alle limitazioni in termini di risorse e alla natura degli strumenti di cui dispongono, hanno impedito alle suddette Autorità di conseguire l’obiettivo di una maggiore integrazione dei mercati e dei servizi finanziari sia all’interno dell’Unione sia tra l’Unione e i paesi terzi, funzionale al completamento dell’Unione dei mercati dei capitali (UMC). Ancora, L’esperienza della crisi finanziaria internazionale non lascia dubbi sul fatto che mercati finanziari integrati richiedono un quadro di vigilanza integrato per varie ragioni. Anzitutto, perché sistemi finanziari interdipendenti sono soggetti a rischio di contagio; in secondo luogo, perché lo svolgimento e la progressiva crescita di attività frontaliere richiedono una vigilanza sovranazionale; infine, perché una vigilanza integrata è essenziale per assicurare condizioni di mercato omogenee a tutti gli operatori, evitando il rischio di arbitraggio regolamentare, e per ampliare la libertà di scelta di risparmiatori e investitori”* – A. PEZZUTO, *La riforma dell’architettura di vigilanza europea*, cit; V. anche A. CARPARELLI, *La riforma delle Autorità europee di vigilanza: verso una nuova architettura*, in *Bancaria*, 4, 2018.

un sistema di vigilanza integrato, che superi i problemi derivanti dalla forte diversità tra le discipline nazionali<sup>32</sup>.

All'ESMA – Infatti – vengono attribuiti i più ampi poteri di vigilanza sui mercati finanziari.

Nello specifico, essa vigila sugli indici di riferimento europei di criticità e autorizza l'eventuale utilizzo di quelli extra-europei; approva i prospetti redatti da emittenti di paesi terzi; autorizza e vigila sui fondi comuni di investimento armonizzati (EuVeca, EuSef, Eltif) e sulle controparti centrali; coordina le operazioni per la repressione del *market abuse*.

Ancora, l'ESMA ha tra le finalità il miglioramento della *governance* delle ESAs, giacché può dotarle di un comitato esecutivo che garantisca decisioni in tema di coordinamento dei protocolli di vigilanza che favoriscano gli interessi del mercato finanziario europeo<sup>33</sup>.

In tale contesto, sembra importante evidenziare gli aspetti più innovativi relativi a codesto organo di vigilanza incentrando la trattazione anche sulle nuove proposte. L'ESMA ha infatti pubblicato un *Final Report* recante le linee guida in tema di adeguatezza<sup>34</sup> nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafoglio.

Il menzionato *report* costituisce il punto di arrivo di un *iter* diretto, per un verso, all'aggiornamento delle linee guida (già adottate dall'Authority nel 2012) alle disposizioni di Mifid 2, per altro verso ad estendere il relativo perimetro applicativo sia agli esiti degli studi di finanza comportamentale, sia alle innovazioni tecnologiche legate alla consulenza finanziaria automatizzata (*i.e. robo advice*<sup>35</sup>).

---

<sup>32</sup> Per un'ampia panoramica sulla dottrina in materia v. A. KREHER, *Agencies in the European Community – a step towards administrative integration in Europe*, in *Journal of European Public Policy*, 1997, 228-229; X.A. YANTAGANAS, *Delegation of regulatory authority in the European Union. The relevance of the American model of independent agencies*, *Jean Monnet Working Paper* n. 3, 2001; E. CHITI, *An important part of the EU's institutional machinery: features, problems and perspectives of European agencies*, in *Common Market Law Review*, 2009, 1420-1424; S. GRILLER - A. ORATOR, *Everything under control? The "way forward" for European agencies in the footsteps of the Meroni doctrine*, in *European Law Review*, 2010, 3-15.

<sup>33</sup> Sono rilevanti anche le evoluzioni compiute dalla giurisprudenza della Corte di giustizia, più di recente espresse proprio in relazione al caso ESMA nel 2014: Corte giust del 22 gennaio 2014, causa C-270/12, Regno Unito c. Parlamento e Consiglio, non ancora pubblicata, con nota di commento di D. ADAMSKI, *The ESMA doctrine: a constitutional revolution and the economics of delegation*, in *European Law Review*, 2014, 812 ss.; M. CHAMON, *The empowerment of agencies under the Meroni doctrine and article 114 TFEU: comment on United Kingdom v Parliament and Council (Short-selling) and the proposed Single Resolution Mechanism*, in *European Law Review*, 2014, 380 ss..

<sup>34</sup> Cfr. ESMA, *Final Report. Guidelines on certain aspects of the MIFID II suitability requirements* (ESMA35-43-869/28 May 2018), in [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu).

<sup>35</sup> La robotica nasce come strumento a servizio dell'accrescimento delle capacità umane e comporta la rinuncia all'utilizzo del corpo fisico della persona sostituito da un supporto artificiale. I suoi impieghi sono estremamente variegati ed al contempo indefiniti. Le interfacce robotiche dotate di intelligenza artificiale possono essere utilizzate sia per comunicare con l'esterno – ad esempio, in caso di soggetti impossibilitati – sia per controllare piattaforme robotiche preposte allo svolgimento di determinati processi. Orbene, l'analisi concettuale e la prassi giurisprudenziale sembrano esser riuscite ad affrontare le conseguenze dello smarrimento dei confini tra cosa e persona generate dallo sviluppo tecnologico in maniera coerente con la garanzia dei diritti fondamentali. Sul tema v. P. ZATTI, *Di là dal velo della persona fisica. Realtà del corpo e diritti dell'uomo*, in *Maschere del diritto, volti della vita*, Milano, 2009, 63.

In merito a tale aspetto, l'ESMA ha tentato di inglobare l'attività dei *robo advice* nel quadro disciplinare fornito dalla Mifid 2, mediante la previsione di una serie di regole operative che vadano a integrare quelle già in essere, che trovi applicazione in ogni caso, a prescindere dallo strumento utilizzato per la fornitura del servizio finanziario. Si tenta, in altri termini, di perseguire l'obiettivo della c.d. "neutralità tecnologica"<sup>36</sup>.

Si autorizza dunque l'uso dei processi automatizzati (*automated tools*) o di canali digitali nella prestazione di servizi finanziari e di consulenza finanziaria.

L'obiettivo è sempre quello di pervenire a un approccio uniforme in ambito europeo mediante standardizzazione delle *best practices* di supervisione.

Le linee guida fornite dall'ESMA consentono di colmare le lacune derivanti dalla mancanza di armonizzazione nelle prassi operative delle singole Autorità nazionali.

Al contempo, esse consentono di livellare e rendere omogenee prassi che nascono isolate ed eterogenee su quello che è uno dei problemi maggiormente controversi nell'ambito dell'ecosistema *FinTech*<sup>37</sup>.

Il tema è quello della necessità di disciplinare o meno l'attività dei *robo device* e gli algoritmi ad essi sottostanti, uniformandoli agli orientamenti già assunti da altre autorità anche al di fuori del contesto europeo.

### 3. L'organizzazione interna e i rapporti con BCE, CE, ANC

Per quanto riguarda l'organizzazione interna, le principali modifiche individuate nei *consultation paper di technical advice* e i possibili impatti che queste determineranno sull'attività degli intermediari interessati, riguardano l'organizzazione interna degli intermediari.

Al riguardo, l'ESMA segue un approccio *principle-based*, attuato mediante la modifica dell'art. 21 del Reg. delegato (UE) n. 2017/565<sup>38</sup>, rubricato "*Requisiti organizzativi generali*", i quali impongono alle imprese

---

<sup>36</sup> M. T. PARACAMPO, *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, in *Rivista di diritto bancario*, 2018, 536: "Il diverso stadio evolutivo dei *robo advice*, raggiunto nei diversi Paesi, ha determinato una molteplicità di approcci isolati e disomogenei, specie sul versante della vigilanza e della supervisione che ha penalizzato una prospettiva cross border. Profilo quest'ultimo che non è sfuggito all'EBA, la quale di recente ha rilevato che "while a number of new propositions on automated investment recommendations have been launched in the recent years, not many have been identified as offering automated investment advice in the context of MIFID/MIFID II" (cfr. *EBA Report on the prudential risks and opportunities arising for institutions from FinTech*, 3 July 2018, p. 6, in sito Autorità)".

<sup>37</sup> Per un approfondimento sull'ecosistema *FinTech* e conseguente ricognizione delle diverse articolazioni cfr. M. T. PARACAMPO, *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziaria*, Giappichelli, 2017.

<sup>38</sup> Per una più ampia panoramica sulla Mifid II e il relativo contesto normativo di riferimento v. <http://www.regulatoryconsulting.it/wp-content/uploads/2017/10/MiFID-II-Nuovo-quadro-normativo.pdf>. In particolare, riteniamo utile riportare in questa sede alcuni passi della richiamata fonte: "La Direttiva 2004/39/UE (*Markets in Financial Instruments Directive*, di seguito, «*MiFID I*») ha fornito la base generale per un quadro di regole comuni riguardanti la tutela degli investitori, la prestazione di servizi e attività di investimento da parte di istituti di credito e imprese di investimento e l'attività dei mercati finanziari".

di valutare la conformazione ai requisiti organizzativi previsti (inoltre bisogna tener presente i meccanismi di controllo interno e di conoscenze e competenze del personale) anche dei fattori ESG (*enviromental social governance*), includendoli nei sistemi e nei controlli interni.

In relazione al tema del *risk managment*, la prassi vuole che si tenga conto dei fattori ESG nel momento in cui si vada a definire i programmi di gestione del rischio.

L'ESMA considera dunque opportuna l'osservazione dei predetti parametri nello svolgimento delle funzioni di *compliance* e di *internal audit*. In effetti dette funzioni rappresentano un momento fondamentale per il monitoraggio dell'adeguatezza delle politiche e delle procedure in ambito di *risk managment* <sup>39</sup>.

In merito, invece, al problema dei conflitti di interesse, viene proposta l'inclusione nel Regolamento (UE) 2017/565 del considerando n. 59 bis, volto a precisare che gli strumenti finanziari che presentino profili rilevanti rispetto agli ESG debbano essere presi in considerazione ai fini della valutazione dei potenziali conflitti di interessi.

Infine, viene precisato che in ogni caso, l'implementazione dei fattori ESG nell'ambito dei servizi prestati non debba condurre al verificarsi di ipotesi di vendita di prodotti finanziari in maniera scorretta e non trasparente (c.d. *miss selling*).

L'ESMA valuta il tema di *product governance* proponendo l'inclusione dei principi ESG nel set normativo rilevante in materia (costituito, in particolare, dalla Direttiva delegata (UE) 2017/593 e dagli Orientamenti ESMA).

---

*“Al fine di confermare e rafforzare gli obiettivi della MIFID I, sono stati adottati: a) la Direttiva 2014/65/UE (Markets in Financial Instruments Directive, di seguito, «MIFID II»); b) il Regolamento (UE) n. 600/2014 (Regulation on markets in financial instruments and amending Regulation, di seguito, «MIFIR»); c) una serie di numerosi atti delegati (c.d. “atti di livello 2”) basati su disposizioni che integrano e attuano nel dettaglio i principi e le previsioni contenuti sia nella MIFID II che nel MIFIR”.*

Il quadro normativo di riferimento si compone principalmente delle seguenti fonti: a) Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 (c.d. MIFID II) relativa ai mercati degli strumenti finanziari e s.m.i alla direttiva 2002/92/CE (sulla intermediazione assicurativa) e la direttiva 2011/61/UE (sui gestori di fondi di investimento alternativi); b) Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 (c.d. MIFIR) sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni); c) Atti delegati della Commissione Europea per integrare e attuare i principi e le previsioni nella MIFID II sia nel MIFIR; d) D.lgs. n. 129/2017 di attuazione della MIFID II (come modificata dalla direttiva 2016/1034/UE) e di adeguamento della normativa nazionale al suddetto regolamento (UE) n. 648/2012 (pubblicato nella G.U. n. 198 del 25 agosto 2017); e) Regolamenti Consob e Banca d'Italia, per la trasposizione della MIFID II e del MIFIR (e delle connesse misure di esecuzione) nelle aree di regolamentazione.

<sup>39</sup> H. FAYOL, *Administration industrielle et générale*, Dunod, Paris, 1916, (edizione italiana, Franco Angeli, 1960). G. DICKINSON, *“Enterprise risk management: its origin and conceptual foundation”*, *The Geneva papers on Risk and insurance*, 26, 3, 2004, pp. 360-366. R. CARTER – M. DOHERTY, *“The development and scope of Risk Management”*, *Handbook of risk management*, in *Kluwer-Harrap Handbooks*, 1984, pp. 1-11.

Pertanto, si propone l'inclusione di un riferimento puntuale ai fattori ESG per quanto concerne le norme che disciplinano la determinazione del *target market*, nonché la revisione dello stesso, da parte degli intermediari finanziari, dei produttori e dei distributori.

I fattori di *environmental social governance* (ESG) hanno la funzione di indirizzare chi opera sul mercato finanziario (sia in qualità di cessionario, che di investitore istituzionale, o di mero consumatore) nel comprendere se uno strumento finanziario risponda alle esigenze, ai caratteri e alle finalità del mercato. I parametri di riferimento da adottare per la determinazione dei principi di ESG sono fissati dalla Commissione europea. A questa dunque devono far riferimento le imprese. Inoltre, dovranno essere utilizzati i modelli presenti sul mercato o i lavori preparatori della Commissione. Le previsioni in materia di governo dei prodotti richiedono il *target market*. Tuttavia, è richiesta una specifica valutazione *case by case*.

Il *technical device* valuta l'adeguatezza proponendo specifiche modifiche agli Orientamenti ESMA in materia.

Tra i primi interventi proposti vi è il rafforzamento del principio - già presente negli Orientamenti - di valutazione degli obiettivi di investimento del cliente.

Il secondo tiene in considerazione il principio *know your product*. In tal caso, le imprese potranno fare riferimento alla tassonomia dei prodotti ecosostenibili<sup>40</sup>.

Di contro non sono previste modifiche alle disposizioni normative, in quanto già oggetto, di prodromica proposta legislativa da parte della Commissione, la quale è volta all'inclusione dei fattori ESG all'interno di principi che nell'ambito del Regolamento (UE) 2017/565 disciplinano il giudizio di adeguatezza.

In sostanza, nell'ambito del settore assicurativo e riassicurativo, la proposta dell'EIOPA segue pedissequamente quello che era già previsto dall'ESMA nell'ambito della MIFID II, proponendo modifiche alla normativa *Solvency II*<sup>41</sup> e *IDD* in materia di: a) organizzazione interna, *risk management* e conflitti di interesse; b) *product governance*.

---

<sup>40</sup> La Direttiva Europea 2004/39/CE (nota come, *Markets in Financial Instruments Directive*) 2004/39/CE, è stata emanata dal Parlamento europeo nel 21 aprile 2004. A tale direttiva è seguita la direttiva 2006/73/CE, attuativa della prima. Entrambe, sono state recepite dall'Italia nel 2007. La MIFID non contiene un vero e proprio principio di *know your product* in capo agli intermediari finanziari, ma solo un generale obbligo di informativa agli investitori delle caratteristiche degli investimenti proposti. In particolare, all'articolo 19, paragrafo 3, si prevede che "*ai clienti (o potenziali clienti) vengano fornite, in una forma comprensibile, informazioni appropriate sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte cosicché si possono ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che vengono loro proposti, nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possono prendere decisioni in materia di investimento con cognizione di causa*" – E. FRANZA, *Gli obblighi dell'intermediario nella distribuzione di prodotti finanziari, alla luce degli orientamenti Esma e della comunicazione Consob del 22.12.2014*, in *Rivista di diritto bancario*, 2016, <http://www.dirittobancario.it/rivista/finanza/servizi-di-investimento/gli-obblighi-dell-intermediario-nella-distribuzione-di-prodotti-finanziari>.

<sup>41</sup> Per un approfondimento sul tema, si veda, D. FOCARELLI, *Il ruolo delle imprese di assicurazione nella crisi finanziaria: Solvency II è una risposta adeguata?* in *Banca Impresa Società*, 2, 2010, 269-282. L'attuale regime di vigilanza prudenziale nell'ambito

Relativamente all'ambito *Solvency II*, sono proposte diverse modifiche al Regolamento delegato (UE) 2015/35.

Prima di tutto, che i rischi di sostenibilità rilevanti nell'attività dell'impresa siano presi in considerazione nella determinazione del *risk management*.

Ma si vorrebbe che anche la determinazione del fabbisogno di solvibilità globale dell'impresa tenga conto sia dei "rischi di sostenibilità" sia di circostanze come il cambiamento climatico in corso.

E' stato poi individuato il "principio della persona prudente" quale ulteriore criterio guida, oltre ai rischi di sostenibilità, nell'ambito della valutazione della sicurezza, qualità e redditività di un portafoglio titoli<sup>42</sup>. Infine, si vuole che le imprese tengano in considerazione l'impatto a lungo termine dei propri investimenti, i quali debbano possibilmente riflettere le preferenze espresse nell'ambito degli ESG da parte di contraenti e beneficiari.

Dopo oltre dieci anni dalla crisi del 2008, in ambito europeo ha visto la luce un processo di integrale revisione del sistema di supervisione finanziaria.

Il meccanismo unico di vigilanza operativo dall'anno 2014, già presentato nel primo capitolo (*SSM – Single Supervisory Mechanism*), è volto a promuovere l'adozione di norme prudenziali unitarie da parte degli Stati membri<sup>43</sup>.

Esso fa parte del più esteso progetto che dovrebbe condurre all'unione bancaria europea.

Gli ulteriori pilastri di questo sistema, vale la pena ribadire, sono il *Single Resolution Mechanism - SMR* (Sistema Unico di Risoluzione delle crisi) e il *Single Resolution Fund – SRF* (Sistema Unico di Garanzia dei depositi), il quale fa capo alla BCE.

La riorganizzazione del sistema di vigilanza europeo ha quale finalità primaria l'innalzamento dei livelli di fiducia dei risparmiatori che affidano le proprie risorse economiche al circuito bancario, a prescindere dalla nazione in cui abbia sede l'Istituto di credito a cui si rivolgono.

---

assicurativo è attuabile in tutti gli Stati membri dal 1° gennaio 2016. La Direttiva 2009/138/CE (c.d. *Solvency II*) emanata dal Parlamento europeo e dal Consiglio (25 novembre 2009) e pubblicata in Gazzetta il 17 dicembre 2009), rivisita il regime previgente (c.d. *Solvency I*) delle regole di coordinamento del sistema di vigilanza prudenziale assicurativo. L'iter legislativo previsto ha subito una serie di "rallentamenti" a causa del mutato contesto finanziario nel quale le imprese di assicurazione operano. Sul tema v. anche R. ROMANI, *Due crisi finanziarie 2007-2013*, Uni. Teramo, 2013.

<sup>42</sup> Per un chiarimento, il quarto capitolo degli orientamenti dell'European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) si basa su un fondamentale principio in tema di *governance*: il principio della *persona prudente*. L'autorità europea, con l'orientamento numero 25, invita le imprese a non dipendere solo da informazioni fornite da terzi, come ad esempio istituzioni finanziarie, gestori di capitali e organismi di valutazione dell'affidabilità, ma a definire degli specifici indicatori di rischio in linea con la propria politica di gestione dei rischi d'investimento e della propria strategia d'impresa. Sul tema v. D.M. Marino – S. Costa, *L'attuazione in Italia della direttiva Solvency II: un quadro di sintesi*, in *Riv. Dir. Banc.*, 5 ottobre 2015.

<sup>43</sup> G. NAPOLETANO, *La risposta europea alla crisi del debito sovrano: il rafforzamento dell'Unione economica e monetaria. Verso l'Unione bancaria*, in *Banca, borsa, titoli di cred.*, 2012, 747; F. ALLEN, E. CARLETTI, J. GRAY, *Political, Fiscal and Banking Union in the Eurozone?*, *FIC Press Wharton*, 2013; N. MOLONEY, *European Banking Union: assessing its risks and resilience*, in *Common Market Law Rev.*, 2014, 1616 ss.; J. PISANI-FERRY, A. SAPIR, N. VÉRON, G.B. WOLFF, *What Kind of European Banking Union?*, *Bruegel Policy Contribution*, 12, 2012.

Il suddetto obiettivo viene allora perseguito mediante la statuizione di *standard* e procedure composite universali, vevoli per ciascun operatore del sistema finanziario che operi nell'ambito dell'unione europea.

Tornando all'esame del *Single Supervisory Mechanism* (Meccanismo di Vigilanza Unico), vediamo che esso è caratterizzato dalla sussistenza di nove cardini, i quali vengono compiutamente enunciati dalla "*Guida alla vigilanza bancaria*", un documento del 2014, reperibile sul sito web della Banca Centrale Europea<sup>44</sup>.

La predisposizione della menzionata guida e la creazione di un apposito sito internet di riferimento per il sistema di Vigilanza Unica<sup>45</sup> esprime la volontà di consentire un facile aggiornamento sia per i consumatori che per le imprese bancarie su tutte le novità conseguenti alla riforma del sistema di vigilanza: "*promuovere la comprensione, l'accettazione e la fiducia nell'ambito del meccanismo di vigilanza unico e nel contesto più ampio dell'unione bancaria, oltre che per rafforzare la credibilità e la reputazione della vigilanza bancaria della Banca Centrale Europea, (di seguito BCE)*".

Da qui la necessità di una profonda collaborazione con ciascuna Autorità di vigilanza nazionale e con gli Organismi di vigilanza comunitari, quali l'*European Banking Authority* (di seguito EBA) il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (di seguito CERS). L'integrità e il decentramento del *Single Supervisory Mechanism* si basano sulla collaborazione tra la Banca Centrale Europea<sup>46</sup> e le Istituzioni nazionali.

Tutto è accentrato: la Banca Centrale Europea accede alle risorse delle autorità nazionali, in modo tale da lavorare in maniera coerente con le regole adottate in materia presso ogni singolo Paese membro.

Tale spostamento verso le singole periferiche del sistema (ovvero le singole Autorità di vigilanza nazionali) garantisce una maggiore vicinanza alle reali esigenze territoriali e, nello stesso tempo, garantisce una maggiore uniformità del sistema europeo di vigilanza.

---

<sup>44</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ssmguidebankingsupervision201409it.pdf>

<sup>45</sup> <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.it.html>

<sup>46</sup> Sul tema della rilevanza delle agenzie indipendenti nel sistema amministrativo comunitario v. F. PIZZETTI, *Sistema comunitario e amministrazioni nazionali*, in AIC, *Annuario 1999, La Costituzione europea, Atti del XIV Convegno Annuale*, Perugia 7-8-9 ottobre 1999, Padova, 2000. Sul tema della configurazione della BCE come potere monetario sovrano, vedi A. PREDIERI, *L'unione economica e monetaria*, in *Annuario 1999, La Costituzione europea*, Padova, 2000. Il collegamento fra capacità di produrre indirizzo politico e potestà normativa vincolante è un dato posto in risalto dalla dottrina più recente. Essa sottolinea come sia superata la concezione secondo la quale i soggetti istituzionali in grado di dettare il proprio indirizzo politico sono soltanto quelli liberi di scegliere i propri fini, data l'esistenza di obblighi internazionali e finanziari che vincolano l'attività politica. Cfr. anche S. NICCOLAI, *I poteri garanti della Costituzione e le autorità indipendenti*, Pisa, 1996.

## CAPITOLO TERZO

LA BREXIT E IL RUOLO DELL'ESMA.

1. *Brexit: problemi e prospettive*
2. *Il ruolo svolto dall'Esma*
3. *Gli interventi recenti*

### 1. *Brexit: problemi e prospettive*

Al giorno d'oggi sono più di trenta i Paesi del mondo che adoperano il c.d. “*sistema di Westminster*”<sup>47</sup>, un modello che seppur criticabile sotto molti aspetti sembra aver avuto indubbiamente un notevole impatto. Del resto, l'ultimo vero e violento stravolgimento politico della nazione si verificò in *medias res* della guerra civile avvenuta più di 350 anni fa e già da allora, la Gran Bretagna sopravvisse prosperando a differenza degli altri governi che sono stati travolti da terremoti politici e sociali.

Sin dai tempi della Rivoluzione francese del 1789, diversi sconvolgimenti – ad ondante alterne – spezzarono l'Europa. Le monarchie caddero in Austria, Francia, Germania, Grecia, Italia, Polonia, Portogallo, Romania e Russia, a differenza della Gran Bretagna che è stato quasi l'unico governo europeo a rimanere esente dal comunismo e dal fascismo.

Il sistema di governo britannico è stato capace di dimostrare una impareggiabile stabilità la quale ha permesso a molte ex colonie dell'impero britannico di mantenere una forma di governo analoga anche dopo aver raggiunto l'indipendenza. Ciò considerato, allora, per un paese come il Regno Unito il confronto con la Brexit potrebbe essere avvertito finanche come un'umiliazione storica, la cui responsabilità viene sovente ricondotta al Primo ministro John Major, che ai tempi della storica ratifica del Trattato di Maastricht non invitò i britannici ad esprimersi tramite un apposito referendum.

Il pensiero che serpeggia a livello popolare, invero, è il seguente: come abbia potuto un Paese con una tale storia politica e legislativa farsi imporre leggi e regolamenti dall'esterno.

---

<sup>47</sup> Westminster è la sede londinese del Parlamento britannico. Gli autori hanno usato il termine “modello Westminster” secondo due distinte accezioni: la prima, quale sinonimo di “*modello maggioritario*”, per indicare più in generale le democrazie a base maggioritaria; la seconda, più rigorosa, per indicare le principali caratteristiche delle istituzioni parlamentari e governative britanniche. Sul tema v. G. PASQUINO, *Il modello Westminster*, in *Riv. ita. sc. pol.*, 2002, 3, 553 ss.; D. OLIVER, *Constitutional Reform in the UK*, in *Oxford University Press*, Oxford, 2003; G. CARVALE, *Verso un'evoluzione del modello Westminster*, in *Nomos*, 2016, 2; S. CECCANTI, *La coalizione è finita. Bentornati a Westminster*, in *Forum di Quaderni Costituzionali*, 13 maggio 2015; C. FUSARO, *Le trasformazioni del modello Westminster e le difficoltà crescenti del governo parlamentare in Europa*, in *Forum di Quaderni Costituzionali*, 13 dicembre 2015.

A partire dalla guerra civile<sup>48</sup>, il Regno Unito ha avuto come principio politico fondamentale il ripudio dell'assolutismo e, di conseguenza, difficilmente avrebbe potuto rinunciare al principio di supremazia del Parlamento eletto con metodo democratico, in favore di una asserita "sottomissione" a un governo non democraticamente eletto (così, quanto meno, il discorso viene oggi percepito in molti contesti europei). Ormai, sono passati più di due anni da quando la popolazione del Regno Unito (Gran Bretagna e Irlanda del Nord) ha manifestato mediante *referendum* la propria volontà di fuoriuscire dall'Unione europea. Dal suddetto evento – probabilmente anche a causa di un continuo martellamento mediatico – nessuno si è mai interrogato su un punto critico della questione: ovvero se fosse la Gran Bretagna ad aver bisogno dell'Unione europea o non fosse vero il contrario. Ciò che risulta chiaro è che da quando la Gran Bretagna è entrata a far parte dell'Unione, sul piano economico, il suo tasso di crescita è diminuito progressivamente, ma non è detto che questa sia una conseguenza negativa derivante dal far parte dell'Unione europea. Nulla può escludere, infatti, che la situazione di recessione sia stata solo una naturale conseguenza della crisi globale che ha interessato il mondo intero a partire dal 2008.

---

<sup>48</sup> *"La guerra civile inglese riuscì a spodestare, per la prima e l'unica volta, la monarchia inglese e a rendere l'Inghilterra, insieme con la Scozia e l'Irlanda, una repubblica (il Commonwealth). La goccia che fece traboccare il vaso fu la rivolta dei cattolici irlandesi del 1641 contro la colonizzazione inglese. I sospetti caddero subito sul re per aver fomentato l'insurrezione al fine di reclutare un esercito e di condurlo, dopo aver sedato la rivolta in Irlanda, contro il parlamento. Subito il parlamento approvò la Grande Rimostranza (Grand Remonstrance), un lungo e articolato documento che elencava tutte le violazioni commesse dai ministri e dal clero e chiedeva il controllo parlamentare sull'attività dei ministri e sulla Chiesa. Cavaliers e roundhead. La mozione rappresentava una vera e propria scomunica nei confronti del sovrano e aveva l'obiettivo di aizzare la popolazione contro la corona. Il re, furioso, irruppe il 3 gennaio del 1642 con una scorta armata in parlamento con l'intenzione di arrestare i capi dell'opposizione, i quali, però, riuscirono a fuggire. L'azione si rivelò un insuccesso e la città fu scossa da disordini e insurrezioni che costrinsero Carlo I a lasciare la capitale e a rifugiarsi a Oxford. Da qui, il re riorganizzò l'esercito, formato prevalentemente da cavaliers (cavalieri provenienti dall'aristocrazia e contrari ai punti esposti dalla Grande Rimostranza), con lo scopo di marciare sulla capitale e schiantare le forze parlamentari. Il parlamento, frattanto, allestì una propria forza armata, detta dei round head (Teste rotonde, per l'uso puritano di portare i capelli corti). Tutto era pronto per la prima battaglia sul campo che avvenne ad Egehill il 23 ottobre del 1643 e che vide l'iniziale vittoria dei cavaliers di Carlo I. Il New model army di Oliver Cromwell. Le truppe parlamentari si riorganizzarono poco dopo sotto l'efficace guida militare di Oliver Cromwell, il quale diede vita al corpo degli ironsides (fianchi di ferro), una particolare cavalleria corazzata col compito di sbaragliare i cavalieri realisti. Questo corpo sarà il nucleo principale del futuro New model army, un nuovo modello di esercito che prevedeva l'elezione degli ufficiali ad opera degli stessi soldati e il loro indottrinamento politico e religioso. Cromwell, con un esercito riformato e riorganizzato, ottenne una fondamentale vittoria a Naseby (1645) sull'esercito realista. Il re venne fatto prigioniero. I problemi non finirono. Cominciarono, a dire il vero, subito dopo la vittoria i dissidi interni ai vincitori: l'esercito da un lato, di tendenze estreme, e il parlamento dall'altro, in cui prevalevano i presbiteriani, di orientamento monarchico. Cromwell, temendo una rivendicazione che potesse mettere in difficoltà la gestione alto borghese del potere, epurò dal parlamento i presbiteriani e i deputati moderati. Intanto Carlo I, fuggito in Scozia, mosse nuovamente guerra contro l'Inghilterra, ma venne definitivamente sconfitto, insieme alle truppe scozzesi, a Preston (1648) dagli uomini di Cromwell. Il sovrano venne consegnato, dietro pagamento, nelle mani degli inglesi e venne processato. L'instaurazione della repubblica e la fine della guerra civile inglese. Il 30 gennaio 1649 il rump parliament (parlamento tronco), chiamato così per indicare ciò che restava del parlamento lungo dopo le purghe, giudicò il re per alto tradimento e lo condannò a morte. La sentenza, che recava la firma di Oliver Cromwell, venne eseguita il 9 febbraio. Il 19 maggio il parlamento dichiarò ufficialmente la fine della monarchia e instaurò la repubblica (Commonwealth)". in [www.lacooltura.com](http://www.lacooltura.com), 27 Gennaio 2019.*

Ad ogni modo, è un dato di fatto che partendo dalla constatazione dei segnali di continuo recesso, taluni ritengono che la Gran Bretagna, al fine di mantenere la propria economia, non avrebbe bisogno dell'Europa, mentre l'Europa – che è esportatrice – né ha invece bisogno (peraltro, nei paesi Ue ci sono 1,3 milioni di britannici mentre di contro sono 3,7 milioni gli europei che vivono e lavorano in Gran Bretagna).

Una parte degli opinionisti sostiene dunque che la soluzione ai problemi del Regno Unito sia la fuoriuscita dal vincolo delle regole europee e la successiva stipula di accordi di natura commerciale più vantaggiosi per i suoi fini. Peraltro, la Gran Bretagna in tal modo non sarebbe più tenuta a pagare il contributo annuale<sup>49</sup> di 13 miliardi di sterline per il bilancio dell'Ue, e le contro-sovvenzioni di 3 miliardi per gli agricoltori.

Queste circostanze, nel momento in cui si sarebbe dovuta negoziare la fuoriuscita dall'UE, avrebbero dovuto consentire un rilevantissimo vantaggio al Regno Unito. Ciò nonostante, quasi a sconfessare le richiamate opinioni, Theresa May ha capitolato di fronte a Bruxelles e al suo stesso parlamento, il quale ha bocciato per ben due volte le proposte di uscita dall'Unione considerandole troppo favorevoli a quest'ultima.

Secondo le voci negative, lo scopo di Bruxelles è sempre stato quello di mantenere un clima di incertezza e dissuadere i britannici con lo spauracchio del crollo dell'economia, ma la verità è che nessuna delle opinioni potrà mai essere comprovata se non in futuro, dopo la concreta fuoriuscita del Regno Unito dall'Unione europea.

Al momento possiamo solo constatare il persistere di una forte rottura con l'Unione e una situazione di completo stallo del Parlamento Britannico, il quale, con il consenso del Parlamento europeo continua a prendere tempo nella "speranza" di pervenire a una risoluzione dell'*empasse*.

In tale contesto, le strade sembrano essere due, quella della *hard brexit* e quella della *soft brexit*.

La conseguenza, almeno ipotetica, di una *hard brexit*, potrebbe essere che - a breve termine, prima che siano conclusi specifici e complessi accordi commerciali - il Regno Unito e l'UE applicherebbero tariffe doganali e altre restrizioni commerciali, decisione questa che potrebbe intaccare gli sforzi fatti nella storia per l'abolizione dei dazi e il raggiungimento di un mercato unico<sup>50</sup>. Tuttavia, per la Gran Bretagna, nel

---

<sup>49</sup> "Le fonti di finanziamento dell'UE comprendono i contributi dei paesi membri, i dazi all'importazione sui prodotti provenienti dall'esterno dell'Unione e le multe applicate alle imprese che non rispettano la normativa europea. I paesi dell'UE concordano con diversi anni di anticipo l'entità del bilancio e le modalità di finanziamento" – Come viene finanziata l'Unione europea, in [https://europa.eu/european-union/about-eu/eu-budget/revenue-income\\_it](https://europa.eu/european-union/about-eu/eu-budget/revenue-income_it)

<sup>50</sup> "La normativa doganale attualmente in vigore è il risultato di una serie di norme che si sono succedute nel tempo per consentire la piena realizzazione dell'attuale unione economica europea. Si è passati, infatti, da un'area di libero scambio (caratterizzata dall'abolizione dei dazi) ad un'unione economica che prevede, oltre all'abolizione dei dazi e dei contingentamenti, anche l'adozione di una Tariffa doganale comune e la previsione della libera circolazione di merci, di persone,

lungo periodo, potrebbero risultare più vantaggiosi i futuri accordi commerciali conclusi con l'Unione europea e con le altre nazioni del mondo.

All'estremo opposto, da una *soft brexit* potrebbe forse derivare un grado inferiore di libertà nel rinegoziare gli accordi commerciali, ma, al contempo, questo comporterebbe anche il mantenimento di stretti legami con l'UE, anche mediante una qualche nuova forma di adesione al mercato unico<sup>51</sup>.

## 2. Il ruolo svolto dall'Esma

L'Esma (European Securities and Markets Authority) è stato l'unico organo capace di risolvere le contorte dinamiche intercorrenti tra le tre controparti centrali inglesi (LCH Limited, ICE Clear Europe e LME Clear Limited<sup>52</sup>), quand'anche si dovesse giungere alla singolare casistica di una Brexit senza accordo (come verrà cennato nel paragrafo successivo), le controparti centrali britanniche saranno comunque riconosciute in Europa e potranno continuare ad operare sui derivati con banche dell'Unione europea.

Ciò consentirà forse di allontanare i potenziali effetti deflagranti della hard Brexit, mediante tali licenze temporanee, per quanto concerne i *derivati standardizzati* che passano attraverso le tre Controparti centrali inglesi.

Sul punto va precisato altresì che, i derivati standardizzati (come i *credit default swap*)<sup>53</sup> vengono regolati dalle Controparti centrali, ossia dalle istituzioni che si intersecano tra due contraenti in sede di derivati e

---

*di servizi e di capitali. L'attuale regolamentazione doganale è disciplinata principalmente dal Codice doganale comunitario (Cdc) – regolamento (Cee) 2913/1992 – e dalle Disposizioni di attuazione del codice (Dac) – regolamento (Cee) 2454/1993. Le Dac fissano e specificano talune disposizioni d'applicazione del Codice mentre il Cdc stabilisce il campo di applicazione, la disposizione ed il contenuto del diritto doganale dell'Unione europea. Quest'ultimo precisa, altresì, il territorio doganale dell'Unione europea" – E. VARESE - F. CARUSO, Dazi e regimi doganali nell'Unione Europea, Torino, 2012, p. 1.*

<sup>51</sup> L. VAN MIDDELAAR, *Mehr Streit wagen*, in: *Süddeutsche Zeitung* del 23-3-2017.

<sup>52</sup> *"Le controparti centrali stabilite nel Regno Unito (LCH Limited, ICE Clear Europe Limited e LME Clear Limited) vengono riconosciute il 18 febbraio e tre potranno continuare a offrire i loro servizi nell'Unione (la decisione segue il provvedimento di dicembre 2018 della Commissione europea di riconoscimento dell'equivalenza del quadro giuridico applicabile alle controparti centrali del Regno Unito rispetto al contesto normativo comunitario). Il rischio di disruption in questo settore è connesso all'eventuale chiusura in massa delle posizioni dei clearing member UE presso le controparti centrali britanniche, che a seguito della Brexit non sarebbero più autorizzate a operare ai sensi del Regolamento (UE) n. 648/2012 (EMIR). Come già ricordato, l'ESMA ha adottato i provvedimenti di riconoscimento di LCH Ltd, ICE Clear Europe e LME Clear, condizionandoli all'evento no-deal. Attualmente solo LCH Ltd e ICE Clear Europe hanno clearing members italiani" – Senato della Repubblica, Sesta commissione parlamentare, Audizione dei Responsabili delle Divisioni Mercati e Intermediari della CONSOB, Roma, 4. Aprile 2019 in [www.senato.it](http://www.senato.it) e [www.consob.it](http://www.consob.it).*

<sup>53</sup> I contratti *swap* sono contratti derivati non consistenti in valori mobiliari concretamente esistenti sul mercato ma piuttosto in strumenti finanziari standardizzati, collegati alle variazioni delle quotazioni di specifici valori mobiliari. Il legislatore, che non li definisce, si limita, all'art. 1, co. 3, del TUF, ad elencarne una serie. Si ritiene comunque che detta elencazione non sia esaustiva, ma solo esemplificativa. Una definizione del contratto di *swap* viene invece fornita dalla giurisprudenza: *"il contratto aleatorio con cui le parti si obbligano reciprocamente all'esecuzione, l'una nei confronti dell'altra, alla scadenza di un termine prestabilito di una prestazione pecuniaria il cui ammontare è determinato da un evento incerto"* (Cass. Civ., sentenza n. 10598/2005). Sempre la Cassazione definisce lo *swap* anche nel seguente modo: *"il contratto in cui due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, somme di denaro calcolate applicando due diversi parametri a un identico ammontare*

che dunque garantiscono il corretto esito del contratto, nel caso in cui uno dei due fallisca. A partire dal crack di Lehman Brothers (2008) il loro ruolo è cresciuto esponenzialmente, giacché a quel tempo il fallimento di una grossa banca, la quale era controparte in molte operazioni inerenti i derivati, permise l'emersione della necessità di avere dei soggetti che si facessero carico di garantire il mercato e il buon esito delle operazioni in derivati.

Questo ha incrementato il ruolo delle Controparti centrali (oggi solo ICE Clear Europe, per citare una delle tre britanniche, ha posizioni su *credit default swap* per un ammontare di circa 1.600 miliardi di dollari). Tutto ciò, si è verificato per via del fatto che il potenziale mancato accordo tra U.K. ed Unione europea non permetterebbe alle banche inglesi e le Controparti centrali di avere una sorta di passaporto europeo. In pratica, ciò metterebbe a rischio il sinallagma contrattuale nei più vari ambiti finanziari, proprio a partire dai derivati. Per via delle astronomiche dimensioni di questo mercato appare necessario ripristinare un ordine logico-finanziario scongiurando un salto nel buio così importante. Infatti, dopo mesi di consultazioni e di lavoro l'Esma ha risolto la contorta dinamica tra le tre Controparti centrali britanniche le quali verranno riconosciute quand'anche si verificasse la Brexit senza accordo. Proprio per voce dell'Esma essa si esprime dicendo che *"ciò serve a limitare il rischio distruttivo nel settore del clearing e a scongiurare un impatto negativo sulla stabilità finanziaria nell'Unione europea"*.

Orbene, un altro punto caldo si concretizza nel tema dei derivati *non standardizzati*<sup>54</sup> (essi sono i derivati ritagliati sul profilo aziendale italiano). Codesti, non sono regolati attraverso Controparti centrali - e qui il problema di una Brexit non munita di accordo rimane sussistente -, in quanto su di essi, ogni Paese deve

---

*di riferimento, con il pagamento alla scadenza concordata di un importo base netto, in forza di compensazione"* (Cass. Civ, sentenza n. 5114/2001). I contraenti si impegnano dunque a scambiare periodicamente flussi di cassa calcolati applicando al medesimo capitale (definito "nozionale") due diversi parametri riferiti a due diverse variabili di mercato.

*"Più nello specifico, il credit default swap (CDS) è un contratto con il quale il detentore di un credito - protection buyer - si impegna a pagare una somma fissa periodica in favore della controparte (protection seller) la quale, di converso, assume il rischio di credito gravante su quella attività nel caso in cui si verifichi un evento di default (credit event). La somma periodica che il creditore paga è in genere commisurata al rischio e alla probabilità di insolvenza del soggetto terzo debitore. L'aspetto fondamentale del CDS consiste nel fatto che sia il protection buyer che il protection seller possono anche non avere alcun rapporto di credito con il terzo soggetto, in quanto il contratto prescinde dalla presenza di quest'ultimo"* - Glossario finanziario - credit default swap, in *Borsa Italiana*, Inverno 2018.

Sul tema in generale v. G. F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, Torino, 1997; V. SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, in *Itinerari della giurisprudenza, I Contratti*, dicembre 2009; G. SCAPPATICCI, *Il contratto derivato Swap: le tipologie esistenti e le cause di nullità*, in *Filodiritto*, gennaio 2018.

<sup>54</sup> Per un approfondimento sul tema: in termini generali, la negoziazione di strumenti finanziari derivati non standardizzati pone problemi peculiari, nel caso di negoziazione di strumenti finanziari derivati standardizzati all'interno dei mercati regolamentati. In tal ultimo caso, il ricorso alle tecniche "spersonalizzate" di negoziazione, non lascia emergere la peculiare conformazione che le parti imprimono all'operazione di investimento. Sul tema v. C. ANGELICI, *Alla ricerca del "derivato"*, Milano, 2016, 170 ss; M. BARCELLONA, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015, 446 ss.; A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca e Borsa*, 2013, I, 84.; F. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, I, 1996, 593.

elaborare una decisione analoga a quella adottata dall'Esma sui derivati standardizzati, in pratica autorizzando le banche inglesi nella prosecuzione operativa sul territorio nazionale.

In sostanza - formulando un piccolo quadro sintetico - l'Unione europea, sin dalla sua genesi con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio del 1951, è prosperata quale polo aggregativo su scala continentale dotato di originali caratteri sovranazionali e destinato a fungere da modello per altre iniziative similari quali ad esempio il Mercosur, l'Asean e il Nafta.

Attualmente, però, le sorti dell'Unione sono decisamente critiche come mai prima.

Elementi di rilievo a livello internazionale sono i seguenti:

- 1) l'elezione di Trump e dalla messa in atto della sua politica estera<sup>55</sup>: il superamento del Trattato Transpacífico, il blocco del Trattato transatlantico, la messa in discussione del NAFTA, il rapporto privilegiato con la Russia, ecc.;
- 2) i contrattacchi commerciali della Cina;
- 3) le iniziative sul piano geopolitico di Putin;
- 4) le possibili decisioni del Governo britannico per una *hard Brexit* (arginate solo in linea di principio dalla recente sentenza della Corte Suprema che ha condannato il tentativo di Boris Johnson di realizzare l'uscita senza accordo sospendendo il parlamento britannico).

L'Unione europea si trova dunque a dover fronteggiare le politiche delle tre superpotenze mondiali, ognuna delle quali sembra essere interessata ad un ritorno al passato, nonché il difficile problema della Brexit.

Tali tensioni restituiscono un quadro internazionale estremamente divergente dal sistema che ha regnato negli ultimi decenni, caratterizzato da multipolarità e maggiore coordinamento.

---

<sup>55</sup> "L'attuale bilateralismo americano ha avuto effetti anche in Europa e Africa. A ridosso del suo insediamento nel 2017 Trump ha affrontato la questione africana in due modi. Da un lato ha puntato a una limitazione dei flussi da una serie di Paesi, con il famoso travel ban che ha colpito Iraq, Siria, Somalia, Yemen, Libia, Ciad e Sudan e dall'altro ha incentivato il Pentagono a continuare le sue operazioni nel Paese soprattutto con i droni armati. Non è un caso infatti che proprio in Africa, e più precisamente ad Agadez in Niger, sia stata costruita una delle più grandi basi militari americane per droni da combattimento del mondo. Ancora, il presidente avvia una revisione dei rapporti di Washington con gli alleati europei. In primis, si dà lungo ad un braccio di ferro all'interno della Nato con la richiesta degli USA che tutti i membri dell'Alleanza atlantica portino le spese militari sopra il 2% del Pil. Inoltre, Trump ha anche attaccato i vari partner del Vecchio continente sulla questione nucleare dell'Iran minacciando ritorsioni nel caso in cui l'Ue appoggi Teheran. Pur vero però che l'azione presidenziale ha dato inizio ad una collaborazione il governo italiano e un'intesa con il presidente Macron. Egli ha trovato anche nella Polonia un nuovo partner per gli equilibri dell'Europa centrale in contrapposizione con la Germania. Washington ha attaccato i tedeschi sia sul piano del rapporto commerciale che su quello energetico, come evidenziato dagli affondi del presidente americano contro Berlino a luglio. Ciò perché l'America accusa la Germania di non spendere abbastanza per la Difesa e al contempo di chiedere protezione dall'aggressività russa. Gli Usa hanno chiesto al Vecchio continente di scegliere se stare con Washington o con Pechino, allo stesso tempo hanno mostrato un certo fastidio nei confronti delle mosse di Francia e Ue che spingono per una difesa comune europea. Resta però da capire come muterà l'atteggiamento dell'Ue e dei vari stati membri con le elezioni europee de 2019 che potrebbero ridisegnare l'intera architettura europea sotto il segno del sovranismo" - La fine del multilateralismo e la nuova politica estera di Trump, in *Inside the news Over the world*, 20 Ottobre 2018, <https://it.insideover.com/politica/multilateralismo-politica-estera-trump-usa.html>

Di concerto con tale rischio “*esterno*” è però anche un rischio “*interno*”, per via della poca reattività delle istituzioni europee ed all’incrinarsi della fiducia nell’integrazione da parte degli abitanti dei Paesi membri<sup>56</sup>.

Come sopra evidenziato, dunque, la Brexit ha generato un vero e proprio caos multilivello – politico, mediatico, culturale ecc. – che ha addirittura indotto a dimissioni il primo ministro Theresa May e a soluzioni al limite del legittimo il suo successore Boris Johnson.

### 3. *Gli ultimi interventi*

Come ben noto il suo successore è Nigel Farage, il quale non esita nemmeno per un secondo ad usare la mano dura per uscire definitivamente dall’Unione europea subordinando ad essa i necessari accordi. A tal riguardo è bene ricordare come egli il 28 Giugno 2016 concluse le consultazioni sulla Brexit, disse che le persone hanno rifiutato le multinazionali, le banche d’affari, le grandi politiche e hanno rivoltato il loro Paese. Ad oggi il nuovo primo ministro vuole attuare una formula di Hard Brexit ancora più evoluta, ossia un’uscita netta, senza accordo ed in seguito scendere al tavolo delle trattative e ciò anche secondo l’OMC (Organizzazione Mondiale del Commercio<sup>57</sup>).

Attualmente, i ventisette Stati membri riflettono su due nuove scadenze: il 31 dicembre 2019 o il 31 marzo 2020. La prima data trova l’approvazione dei paesi che vogliono un clima di totale rinnovamento. La seconda si basa su coloro che temono per l’insediamento della nuova Commissione e vorrebbero chiudere l’attuale ciclo istituzionale prima di affrontare una Brexit, - soft o hard che sia -. Altre date non appaiono possibili (30 giugno quella richiesta dal Regno Unito) perché si troverebbe tra le elezioni europee e la sessione inaugurale del Parlamento europeo ed inoltre creerebbe ingenti incertezze legali.

---

<sup>56</sup> Per una completa panoramica sull’attuale assetto geopolitico dell’Unione europea si veda M. CELLINO, A. FRANCESCHI, M. LONGO, R. SORRENTINO, *Chi ha vinto e chi ha perso in 20 anni di euro (e che cosa accade ora tra sovranismo e Brexit)*, in *L’inchiesta, Il Sole 24 ore*, <https://www.ilsole24ore.com/art/chi-ha-vinto-e-chi-ha-perso-20-anni-euro-e-che-cosa-accade-ora-sovranismo-e-brex-it-AE6xT73G>. Gli autori si soffermano sul tema della Brexit mettendo in evidenza come la fuoriuscita della Gran Bretagna rappresenti la massima espressione del conflitto fondamentale dell’Europa odierna.

La Germania, ritenuto dai più il principale paese capace di trarre vantaggio dalla moneta unica aumentando nel corso degli anni la propria competitività, vede la contrapposizione di paesi fondatori, quali appunto l’Italia, considerati purtroppo tra le forze “perdenti” del sistema, insieme a Francia e Spagna. Del resto, come ha dichiarato anche il Presidente della Banca Centrale Europea Mario Draghi, “*l’Unione monetaria ha avuto successo in molti campi, ma non è riuscita a dare i benefici auspicati in tutti i Paesi*”. Alle suddette tensioni negative sembra però fare da contraltare un altro fenomeno: i dati relativi alle famiglie italiane, alla loro ricchezza e al loro indebitamento. Alla fine del 2018 - secondo i dati riportati da un recente studio targato Banca d’Italia - nel nostro Paese la ricchezza netta dei privati sfiorava i diecimila miliardi di euro (8,5 volte il reddito disponibile), mentre solo venti anni prima superava di poco le 6 volte. Sembra dunque che la crisi del 2008 abbia in qualche rimescolate le carte, rendendo più acute le disuguaglianze già presenti fra la popolazione. Il malessere è poi accresciuto dal fatto che in questi ultimi anni è calato il potere di acquisto delle famiglie, a differenza della media area euro dove è cresciuto dell’11,3%. Non è dunque un caso che le forze antieuropeiste abbiano trovato terreno fertile in Italia.

<sup>57</sup> E. TRIGGIANI, *La disciplina del commercio internazionale tra multilateralismo e regionalismo*, in *Società italiana di diritto internazionale – sidi, Diritto e organizzazione del commercio internazionale dopo la creazione della Organizzazione Mondiale del Commercio*, Atti del Convegno: Milano 5-7 giugno 1997, Napoli, 1998, 237-262.

L'obiettivo degli Stati membri nel concedere una proroga flessibile è per dare certezze a cittadini e imprese nonché difendere i propri interessi, in un contesto di pronta risoluzione per via dell'attuale confusione politica in Inghilterra.

## Conclusioni

Il presente studio ha messo in evidenza l'importanza del ruolo che in ambito europeo viene assegnato alle Autorità di vigilanza, garanti della stabilità del sistema finanziario, della trasparenza dei mercati, nonché della tutela dei depositanti e degli investitori.

In un contesto globalizzato quale è quello attuale, invero, viene posta grande attenzione sul nuovo assetto della vigilanza del sistema finanziario europeo: nello specifico, ci si riferisce al SEVIF che, come è noto, è composto oltre che dal Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), da specifiche autorità di vigilanza microprudenziale quali l'Autorità Bancaria Europea (ABE), l'Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), l'Autorità Europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA).

Tra le suddette Autorità, oggi, assume peculiare rilievo la *European Securities and Markets Authority* (ESMA), considerata Istituzione fondamentale per la gestione di complesse dinamiche quali, ad esempio, quella causata dalla possibile imminente fuoriuscita del Regno Unito dall'Unione europea senza un accordo tra le parti (il c.d. *no deal* o uscita *sine contractu*).

I poteri di cui è dotata la menzionata Autorità, le consentono di operare interventi regolatori diretti a riequilibrare situazioni patologiche e a prevenire ulteriori distorsioni determinate da crisi di natura sia politica che sistemica.

Una manifestazione di tale capacità, ad esempio, si è osservata in relazione alle deliberazioni adottate dall'ESMA al fine di sottrarre il mercato dei derivati gestiti da Intermediari istituzionali britannici (c.d. Controparti centrali) dalle probabili criticità che queste ultime potrebbero incontrare a causa di una *Brexit sine contractu*<sup>58</sup>.

In tale contesto, alcune deliberazioni assunte dall'ESMA tra i mesi di novembre 2018 e febbraio 2019, hanno stabilito che le tre Istituzioni centrali britanniche saranno pienamente legittimate a operare nel mercato dei derivati standardizzati con le banche dell'Unione Europea anche in caso di una *no deal Brexit*<sup>59</sup>. Ciò permetterà dunque il buon esito di negoziazioni dal valore di svariati miliardi di dollari.

Preso atto del fondamentale ruolo che nel contesto politico-economico moderno svolge il SEVIF, non possiamo però evitare di menzionare alcune note critiche sollevate da autorevoli rappresentanti del

---

<sup>58</sup> Per una più chiara idea sulla portata del fenomeno in termini economici, si rappresenta che una soltanto delle tre Istituzioni di cui innanzi, la ICE Clear Europe, gestisce un pacchetto di *credit default swap* di ammontare pari a circa 1.600 miliardi di dollari.

<sup>59</sup> <http://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-recognise-three-uk-ccps-in-event-no-deal-brexit>

sistema di Vigilanza stesso, ad esempio l’Autorità Nazionale che nel nostro paese vigila sul buon funzionamento del sistema finanziario, e cioè la CONSOB.

In uno studio del 2017, avente ad oggetto, tra l’altro, l’interazione tra i diversi livelli di supervisione contemplati dal SEVIF e i processi di coordinamento tra le numerose Autorità che lo compongono con le singole Autorità Nazionali, la CONSOB ha svolto un’articolata analisi del sistema europeo di vigilanza dal quale sono derivate conclusioni che riteniamo in buona parte di poter condividere<sup>60</sup>.

In particolare, si è messo in evidenza come la sovrapposizione tra il SSM (*Single Supervisory Mechanism*) istituito nel 2014 e il SEVIF abbia determinato un complesso istituzionale articolato, spesso operante sulla base di procedure composite dalle quali potrebbero derivare conflitti, dispersioni e addirittura confusione tra le diverse Autorità di volta in volta coinvolte.

Lo studio in questione ha dunque permesso di delineare un quadro istituzionale che, paradossalmente, da una parte, ha innalzato i livelli di garanzia del sistema finanziario europeo, dall’altra, rischia di rallentare eccessivamente gli stessi processi di vigilanza, con possibilità di sviluppo di nuove dinamiche patologiche prima non contemplate.

Per quanto concerne, infine, l’altro segmento oggetto di indagine del presente studio – la c.d. *Brexit* – non possiamo non rilevare le forti preoccupazioni che ruotano attorno all’uscita dal *club* europeo della Gran Bretagna e ciò non solo per il mero fatto che un Membro importantissimo dell’Unione non ne farà più parte, ma soprattutto perché la sua fuoriuscita potrebbe doversi realizzare senza stipulazione di appositi accordi tra le parti e potrebbe dunque avere conseguenze fortemente negative anche sul sistema finanziario europeo.

L’esito del referendum sulla *Brexit* ha reso oramai palese che nel Regno Unito l’uscita dall’Europa venga concepita quale operazione necessaria per recuperare quella sovranità – sia interna che esterna – che era considerata oramai perduta. Tale visione del rapporto con l’Europa, probabilmente, è nata dalla necessità della Gran Bretagna di recuperare una identità storica ritenuta smarrita a causa della promiscuità europea.

In tale contesto il primo ministro britannico post *referendum*, Teresa May, ha cercato in tutti i modi – purtroppo senza successo – di stipulare un accordo che consentisse al Regno Unito di uscire dall’Unione europea in maniera controllata onde rispettare la voce del popolo inglese che ha visto nella *Brexit* l’unica soluzione percorribile per evitare la *mala gestio* europea. Al contempo, come abbiamo sopra rilevato, anche le Istituzioni europee stanno lavorando per creare meccanismi che possano mettere al riparo i

---

<sup>60</sup> G. GASPARRI, *I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario – Quadro di sintesi e problemi aperti*, Quaderni Giuridici CONSOB, Roma, 2017.

mercati finanziari dalle possibili conseguenze pregiudizievoli di una *hard Brexit*. Tuttavia, è palese che solo un ampio accordo negoziato possa consentire una più sicura gestione della separazione.

A tal fine, dopo un lunghissimo dibattito, gli Stati membri hanno deciso di rinviare la data di uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea al 31 ottobre 2019, termine entro il quale il governo inglese dovrà tentare di approvare un accordo che consenta al Regno Unito un'uscita regolamentata. Le probabilità di un *no deal Brexit*, però, sono ancora stimate oltre il 60% (dato fornito da un'importante società di investimento britannica, la *Martin Gilbert di Aberdeen Standard Investments*), ragion per cui è assai probabile che l'Europa dovrà prepararsi per affrontare la temuta *Brexit sine contractu*.

## BIBLIOGRAFIA

M. AFFINITA, *“L'attuazione dell'Unione Bancaria europea: il Meccanismo di vigilanza unica e il Meccanismo unico di risoluzione delle crisi. Profili generali”*, in *Innovazione e diritto*, 2013, 5.

F. ALLEN, E. CARLETTI, J. GRAY, *Political, Fiscal and Banking Union in the Eurozone?*, FIC Press Wharton, 2013.

S. AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di Rating finanziario*, Milano, 2014, p. 346 ss..

C. ANGELICI, *Alla ricerca del “derivato”*, Milano, 2016, 170 ss..

Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, *Relazione annuale*, 2012, <http://www.esma.europa.eu>.

M. BARCELLONA, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015, 446 ss..

M. BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002; A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari*, in *Trattato di Dir. Amm.*, a cura di F. PIGA - A. SEGNI, *Società e borsa (CONSOB)*, in *Enc. Del Dir.*

F. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, I, 1996, 593.

G. BOCCUZZI, *L'Unione Bancaria europea*, Roma, 2015.

G. F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, Torino, 1997.

F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2008), Il caso italiano*, Padova, 2009.

F. CAPRIGLIONE, *European Banking Union. A challenge for a more united Europe*, in *Law and economics yearly review*, 2013.

F. CAPRIGLIONE, *Evoluzione della disciplina di settore*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2015.

F. CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, 2, p. 97.

F. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del 'diritto dell'economia': il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2016.

G. CARVALE, *Verso un'evoluzione del modello Westminster*, in *Nomos*, 2016, 2.

A. CARPARELLI, *La riforma delle Autorità europee di vigilanza: verso una nuova architettura*, in *Bancaria*, 4, 2018.

R. CARTER – M. DOHERTY, *"The development and scope of Risk Management"*, *Handbook of risk management*, in *Kluwer-Harrap Handbooks*, 1984, pp. 1-11.

Cass. Civ., Sez. I, sentenza 30 giugno 2001, n. 8889.

Cass. Civ., Sez. 1, sentenza 6 aprile 2001, n. 5114.

Cass. Civ., Sez. 1, sentenza 19 maggio 2005, n. 10598.

S. CASSESE, Milano, 2003, p. 2961.

S. CECCANTI, *La coalizione è finita. Bentornati a Westminster*, in *Forum di Quaderni Costituzionali*, 13 maggio 2015.

M. CELLINO, A. FRANCESCHI, M. LONGO, R. SORRENTINO, *Chi ha vinto e chi ha perso in 20 anni di euro (e che cosa accade ora tra sovranismo e Brexit)*, in *L'inchiesta, Il Sole 24 ore*, <https://www.ilsole24ore.com/art/chi-ha-vinto-e-chi-ha-perso-20-anni-euro-e-che-cosa-accade-ora-sovranismo-e-brexit-AE6xT73G>.

M. CHAMON, *The empowerment of agencies under the Meroni doctrine and article 114 TFEU: comment on United Kingdom v Parliament and Council (Short-selling) and the proposed Single Resolution Mechanism*, in *European Law Review*, 2014, 380 ss..

E. CHITI, *An important part of the EU's institutional machinery: features, problems and perspectives of European agencies*, in *Common Market Law Review*, 2009, 1420-1424.

COM 134/2018 relativa alla copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate.

Commissione europea, Comunicazione *“Unione dei mercati dei capitali: è il momento di rinnovare gli sforzi a favore degli investimenti, della crescita e di un ruolo più forte dell'euro”*, 28 novembre 2018.

Cons. di Stato, Sez. VI, sentenza 29 maggio 2008, n. 2548.

Consob, Comunicazione del 9 luglio 1997, n. DAL/97006042.

Consob, Comunicazione del 21 giugno 2001 n. DIN/1049452.

Corte di Giust., 22 gennaio 2014, causa C-270/12, Regno Unito c. Parlamento e Consiglio, con nota di D. ADAMSKI, *The ESMA doctrine: a constitutional revolution and the economics of delegation*, in *European Law Review*, 2014, 812 ss.

R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000, pag. 112.

R. D'AMBROSIO, *La responsabilità della BCE e delle autorità nazionali competenti nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia*, n. 78, gennaio 2015.

M.C. DE BIASIO, *Le criticità dell'Unione Bancaria Europea, una prospettiva pubblicistica*, in <https://www.unibocconi.it/wps/wcm/connect/fb502e2d-0482-4016-a3af-4ddc33cf5fa6/Paper+De+Biasio.pdf?MOD=AJPERES&CVID=ImBJD4I>.

R. DEHOSUSSE, *Misfits: EU Law and the Transformation of European Governance*, Jean Monnet Working Paper n. 2, 2002.

G. DICKINSON, "Enterprise risk management: its origin and conceptual foundation", *The Geneva papers on Risk and insurance*, 26, 3, 2004, pp. 360-366.

Direttiva 2004/39/CE.

Direttiva 2006/73/CE.

ESMA, *Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR - ESMA/2014/1569*, in [www.europa.eu](http://www.europa.eu), 28 dicembre 2017.

H. FAYOL, *Administration industrielle et générale*, Dunod, Paris, 1916, (edizione italiana, Franco Angeli, 1960).

D. FOCARELLI, *Il ruolo delle imprese di assicurazione nella crisi finanziaria: Solvency II è una risposta adeguata?* in *Banca Impresa Società*, 2, 2010, 269-282.

E. FRANZA, *Gli obblighi dell'intermediario nella distribuzione di prodotti finanziari, alla luce degli orientamenti Esma e della comunicazione Consob del 22.12.2014*, in *Rivista di diritto bancario*, 2016, <http://www.dirittobancario.it/rivista/finanza/servizi-di-investimento/gli-obblighi-dell-intermediario-nella-distribuzione-di-prodotti-finanziari>.

C. FUSARO, *Le trasformazioni del modello Westminster e le difficoltà crescenti del governo parlamentare in Europa*, in *Forum di Quaderni Costituzionali*, 13 dicembre 2015.

D. GERARDIN, *The development of European regulatory agencies: what the EU should learn from the American experience*, in *Columbia Journal of European Law*, 2004, 10.

D. GERARDIN -N. PETIT, *The Development of Agencies at EU and National Levels: Conceptual Analysis and Proposals for Reform*, Jean Monnet Working Paper n. 1, 2004, 11-18.

L. GIANI, *Attività amministrativa e regolazione di sistema*, Torino, Giappichelli, 2002.

*Glossario finanziario - credit default swap*, in *Borsa Italiana*, Inverno 2018.

S. GRILLER E A. ORATOR, *Everything under control? The “way forward” for European agencies*, in *The footsteps of the Meroni doctrine*, in *European Law Review*, 2010, 3-15.

M.L.P. GROENLEER, *The Autonomy of European Union Agencies. A Comparative Study of Institutional Development*, Delft, Eburon, 2009, 100-108.

F. GUARRACINO, *Supervisione bancaria europea. Sistema delle fonti e modelli teorici*, Padova, 2012, p. 138.

H.C.H. HOFMANN - A. MORINI, *Constitutional aspects of the pluralisation of the EU executive through “agencification”*, in *European Law Review*, 2012, 421-423.

ID., *Le autorità indipendenti nei sistemi istituzionali ed economici*, I, Firenze, Passigli, 1997.

SA. KREHER, *Agencies in the European Community – a step towards administrative integration in Europe*, in *Journal of European Public Policy*, 1997, 228-229.

*La fine del multilateralismo e la nuova politica estera di Trump*, in *Inside the news Over the world*, 20 Ottobre 2018, <https://it.insideover.com/politica/multilateralismo-politica-estera-trump-usa.html>

M. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, J.SOLANA ÁLVAREZ, *I limiti ai poteri di vigilanza nel MUV: il ruolo dei mandati costituzionali e dei diritti fondamentali*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia*, n. 79, ottobre 2015.

P. LAZZARA, *Autorità indipendenti e discrezionalità*, Padova, Cedam, 2001.

R. LENER - E. RULLI, *The reforms of the European financial markets supervision. The difficult coordination between EU and Member States*, in *Law and economics yearly review*, 2013, 2, I, p. 99 ss..

*l'Unione dei mercati dei capitali*, Rapporto Confindustria, Marzo 2015.

P. MAGNETTE, *The Politics of Regulation in the European Union*, in D. GERARDIN, R. MUÑOZ e N. PETIT (eds.), *Regulation through Agencies in the EU. A New Paradigm of European Governance*, Chetenham, Elgar, 2005, 7-10.

M. MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia*, n. 73, 2013, 8.

M. MANETTI, *Poteri neutrali e Costituzione*, Milano, Giuffrè, 1994.

D.M. MARINO – S. COSTA, *L'attuazione in Italia della direttiva Solvency II: un quadro di sintesi*, in *Riv. Dir. Banc.*, 5 ottobre 2015.

R. MASERA, *The Capital Markets Union and the elusive goal of a 'genuine' Economic and Monetary Union*, in *Law and economics yearly review*, 2015, 4, II, p. 215 ss..

B.G. MATTARELLA - A. NATALINI (a cura di), *La regolazione intelligente: un bilancio critico delle liberalizzazioni italiane*, Firenze, Passigli, 2013.

F. MERUSI – M. PASSARO, *Autorità indipendenti*, in *Enciclopedia del diritto. Aggiornamenti*, vol. VI, Milano, Giuffrè, 2002, p. 151 ss..

N. MOLONEY, *The European Securities and Market Authority and institutional design for the EU financial market – a tale of two competences - Part. 2 - rules in action*, *European business organization law review*, 2011, 12, 2, p. 177 ss..

N. MOLONEY, *European Banking Union: assessing its risks and resilience*, in *Common Market Law Rev.*, 2014, 1616 ss..

J. MONNET, *proposte di costruire un mercato comune – unico – con conseguente miglioramento delle condizioni di vita degli europei che consentì all'economia di ricomporre ciò che la politica aveva diviso*, in *Il sole 24ore*, 11 febbraio 2019.

G. NAPOLITANO, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giorn. dir. Amm.*, 2008, 1083 e ss.

G. NAPOLETANO, *La risposta europea alla crisi del debito sovrano: il rafforzamento dell'Unione economica e monetaria. Verso l'Unione bancaria*, in *Banca, borsa, titoli di cred.*, 2012, 747.

S. NICCOLAI, *I poteri garanti della Costituzione e le autorità indipendenti*, Pisa, ETS, 1996.

D. OLIVER, *Constitutional Reform in the UK*, in *Oxford University Press*, Oxford, 2003.

T. PADOA SCHIOPPA, *La vigilanza bancaria in un mercato globale*, in *Bancaria*, 1995.

M. T. PARACAMPO, *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziaria*, Giappichelli, 2017.

M. T. PARACAMPO, *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, in *Rivista di diritto bancario*, 2018, 536.

G. PASQUINO, *Il modello Westminster*, in *Riv. ita. sc. pol.*, 2002, 3, 553 ss..

M. PASSARO, *Le amministrazioni indipendenti*, Torino, Giappichelli, 1996.

M. PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 52, 2012.

M. PELLEGRINI, *"MiFID II" e complesso autoritativo di vigilanza europea. In particolare, l'ESMA*, in *La MiFID II*, p. 433 ss..

- M. PELLEGRINI, *“MiFID II” e complesso autoritativo di vigilanza europea. In particolare, l’ESMA*, cit.
- A. PEZZUTO, *La riforma dell’architettura di vigilanza europea*, 2018, in <https://www.tidona.com/la-riforma-dellarchitettura-di-vigilanza-europea/>.
- J. PISANI-FERRY, A. SAPIR, N. VÉRON, G.B. WOLFF, *What Kind of European Banking Union?*, *Bruegel Policy Contribution*, 12, 2012.
- F. PIZZETTI, *Sistema comunitario e amministrazioni nazionali*, in *AIC, Annuario 1999, La Costituzione europea, Atti del XIV Convegno Annuale*, Perugia 7-8-9 ottobre 1999, Padova, 2000.
- A. PREDIERI, *L'erompere delle autorità amministrative indipendenti*, Firenze, Passigli, 1997.
- A. PREDIERI, *L’unione economica e monetaria*, in *Annuario 1999, La Costituzione europea*, Padova, 2000.
- A. RIVIEZZO, *Il doppio Stato regolatore: profili costituzionali, appunti di teoria generale*, Napoli, Jovene, 2013.
- R. ROMANI, *Due crisi finanziarie 2007-2013*, Uni. Teramo, 2013.
- C. G. ROMANO, *Institut national d’assurance maladie-invalidité*, in *Racc.*, 1981, 1241, p. 20.
- D. ROSSANO, *Lo short selling e i poteri dell’ESMA*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 4, 2014, p. 221 ss..
- V. SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, in *Itinerari della giurisprudenza, I Contratti*, dicembre 2009.
- M. SANINO, *L’approdo dell’esperienza delle autorità indipendenti a oltre vent’anni dalla loro istituzione*, Padova, Cedam, 2015.
- F. SARTORI, *Sul “diritto della gestione degli attivi problematici (Non Performing Loans)”*: linee dell’evoluzione normativa, in *Riv. dir. banc.*, [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 2018.

G. SCAPPATICCI, *Il contratto derivato Swap: le tipologie esistenti e le cause di nullità*, in *Filodiritto*, gennaio 2018.

F.G. SCOCA, *Le amministrazioni indipendenti*, in L. MAZZAROLLI, G. PERICU, A. ROMANO, F.A. ROVERSI MONACO.

F.G. SCOCA (a cura di), *Diritto amministrativo*, vol. I, Bologna, Monduzzi, 2001, p. 598.

C. SCOTT, *Agencies for European Regulatory Governance: A Regimes Approach*, in D. GERARDIN – R. MUNOZ – N. PETIT, *Regulation through Agencies*, in *The EU. A New Paradigm of European Governance*, op cit, 69.

Senato della Repubblica, Sesta commissione parlamentare, *Audizione dei Responsabili delle Divisioni Mercati e Intermediari della CONSOB*, Roma, 4 Aprile 2019 in [www.senato.it](http://www.senato.it) e [www.consob.it](http://www.consob.it).

E. TRIGGIANI, *La disciplina del commercio internazionale tra multilateralismo e regionalismo*, in *Società italiana di diritto internazionale – sidi, Diritto e organizzazione del commercio internazionale dopo la creazione della Organizzazione Mondiale del Commercio*, Atti del Convegno: Milano 5-7 giugno 1997, Napoli, 1998, 237-262.

V. TROIANO, *Interactions between EU and national authorities in the new structure of EU financial system supervision*, in *Law and economics yearly review*, 2012, 1, I, p. 144 ss..

V. TROIANO, *La MiFID II*, Roma, 2012.

A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca e Borsa*, 2013, I, 84..

E.M. TULLI-GUARDBASSI, *Analisi neuroscientifica del diritto amministrativo*, in [www.helpconsumatori.it](http://www.helpconsumatori.it), 11 marzo 2019.

L. VAN MIDDELAAR, *Mehr Streit wagen*, in: *Süddeutsche Zeitung* del 23-3-2017.

E. VARESE - F. CARUSO, *Dazi e regimi doganali nell'Unione Europea*, Torino, 2012, p. 1.

F. VELLA, *Attività bancaria internazionale e sistemi di vigilanza: la nuova disciplina comunitaria*, in Banca, Borsa, 1995.

X.A. YANTAGANAS, *Delegation of regulatory authority in the European Union. The relevance of the American model of independent agencies*, Jean Monnet Working Paper n. 3, 2001.

P. ZATTI, *Di là dal velo della persona fisica. Realtà del corpo e diritti dell'uomo*, in *Maschere del diritto, volti della vita*, Milano, 2009, 63.

## SITOGRAFIA

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.it.html>

[www.consob.it](http://www.consob.it)

<http://www.dirittobancario.it/rivista/finanza/servizi-di-investimento/gli-obblighi-dell-intermediario-nella-distribuzione-di-prodotti-finanziari>

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ssmguidebankingsupervision201409it.pdf>

[www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)

[https://europa.eu/european-union/about-eu/eu-budget/revenue-income\\_it](https://europa.eu/european-union/about-eu/eu-budget/revenue-income_it)

[https://ec.europa.eu/italy/news/20180308\\_piano\\_di\\_azione\\_Ce\\_per\\_finanza\\_sostenibile\\_it](https://ec.europa.eu/italy/news/20180308_piano_di_azione_Ce_per_finanza_sostenibile_it)

<https://www.ilsole24ore.com/art/chi-ha-vinto-e-chi-ha-perso-20-anni-euro-e-che-cosa-accade-ora-sovrano-e-brexite-AE6xT73G>

<https://it.insideover.com/politica/multilateralismo-politica-estera-trump-usa.html>

[www.lacooltura.com](http://www.lacooltura.com)

<http://www.regulatoryconsulting.it/wp-content/uploads/2017/10/MiFID-II-Nuovo-quadro-normativo.pdf>

[www.senato.it](http://www.senato.it)

<https://www.tidona.com/la-riforma-dellarchitettura-di-vigilanza-europea/>

<https://www.unibocconi.it/wps/wcm/connect/fb502e2d-0482-4016-a3af-4ddc33cf5fa6/Paper+De+Biasio.pdf?MOD=AJPERES&CVID=ImBJD4I>

