

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

2 / 2017

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione - R. Masera
F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino - A. Troisi

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

L. Ammannati, S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, C. Brescia Morra, M. Brogi, E. Cardì, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P. E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, F. Di Porto, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, R. Lener, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, G. Martina, M. Maugeri, R. Miccù, F. Moliterni, G. Niccolini, A. Niutta, P. Passalacqua, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, V. Ricciuto, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, G. M. Uda, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

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

PARTE PRIMA

ARTICOLI

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

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

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

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

VARIETÀ

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

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

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

IL RUOLO DELLA CONSOB

NEL NUOVO SISTEMA FINANZIARIO UE* **

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

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

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

* Contributo approvato dai revisori.

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

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

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

Com'è noto, la trasparenza assolve ad una funzione strumentale nel superamento delle asimmetrie di mercato; ciò nel senso che l'offerta di prodotti finanziari da parte delle imprese di investimento, ove venga formulata nel rispetto dei principi della diligenza e della correttezza professionale, assicura la tutela del contraente debole da forme di "prevaricazione" da parte degli intermediari. Non a caso la dottrina, da tempi lontani, ha correlato la salvaguardia dei consumatori di servizi finanziari all'affermazione di meccanismi volti ad assicurare l'adeguata informativa nei confronti dei medesimi¹. Fino ad epoca non lontana, il perseguimento di tale obiettivo da parte del legislatore era demandato in via prevalente all'osservanza di regole di diritto speciale (artt. 21 ss. t.u.f.) nonché alla funzione disciplinare del contratto, dinamicamente proteso all'integrazione del complesso dispositivo vigente in materia².

Solo più di recente, dopo i noti eventi di crisi, il legislatore europeo si è preoccupato di riordinare la suddetta materia vuoi attraverso la prescrizione di puntuali forme di intervento assegnate alle Autorità di vertice dell'ordinamento finanziario europeo³, vuoi mediante la ridefinizione dei rapporti che intercorrono tra queste ultime e le Autorità di settore nazionali.

¹Cfr. ALPA, *La trasparenza dei contratti bancari*, Bari, 2003; DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, p. 270 ss.

²Al riguardo cfr. CAPRIGLIONE, *Introduzione*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di Capriglione, Milano, 2013, p. 8 ss.

³Si veda, tra gli altri, WYMEERSCH, *The European financial supervisory Authorities or ESAs*, in *Rethinking Financial Regulation and Supervision in Times of Crisis*, a cura di Ferrarini, Hopt e Wymeersch, Oxford University Press, 2012, p. 232 ss.; QUAGLIA, *The Regulatory Response of the European Union to the Global Financial Crisis*, in *Crisis and Control. Institutional Change in Financial Market Regulation*, a cura di Mayntz, Frankfurt/New York, 2012, p. 171 ss.

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

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

2. L'analisi dei rapporti che intercorrono tra intermediari finanziari e investitori è stata tradizionalmente incentrata dalla dottrina sulla presenza nelle relazioni negoziali di un'adeguata informativa precontrattuale e contrattuale⁵. Quest'ultima risponde, infatti, alla finalità di consentire al risparmiatore/investitore di conoscere compiutamente i contenuti del reciproco impegno che assume col soggetto abilitato.

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

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

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

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

Come autorevolmente è stato sottolineato, la trasparenza posta alla base dello svolgimento dei servizi finanziari, denota una specifica valenza precettiva rispetto all'analoga funzione alla medesima assegnata dalla disciplina codicistica⁷. Essa, infatti, diviene elemento precipuo di quel dovere di diligenza professionale che il regolatore speciale prescrive in tutte le fasi negoziali. Più in particolare, la trasparenza dà contenuto all'obbligo di informativa completa ed obiettiva che l'intermediario deve alla sua controparte allorché gli rappresenta "gli elementi rilevanti del rapporto, del servizio, degli strumenti finanziari"⁸.

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

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

⁷Cfr. ALPA, *Il diritto dei consumatori*, Bari, 2002, p. 347.

⁸Cfr. ALPA, *op. ult. cit.*, p.347.

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

Se ne deduce che una realtà di mercato caratterizzata da omogenei livelli di trasparenza identifica la condizione idonea a mettere tutti gli investitori in condizione di formulare le loro scelte sulla base di valutazioni consapevoli, indipendentemente quindi dalla riferibilità ad una maggiore o minore attenzione ai contenuti del rapporto contrattuale. In altri termini, la trasparenza agisce da fattore catalizzatore ai fini della tutela dei fruitori di servizi finanziari, evitando che forme spinte di concorrenza negoziale si risolvano a danno di questi ultimi. Da qui il riconoscimento di una valenza etica alla correttezza comportamentale che è dovuta dagli intermediari; non v'è dubbio che equilibrati canoni concorrenziali devono proporsi l'obiettivo di una piena salvaguardia degli investitori, evitando che questi ultimi (spesso a causa delle loro limitate conoscenze) possano diventare destinatari di prodotti inadeguati¹⁰.

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

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

⁹Discorso del Presidente Giuseppe Vegas, Incontro annuale con il mercato finanziario, Milano, 9 maggio 2016, su www.consob.it.

¹⁰Si rinvia in proposito al volume *Banche ed Etica*, a cura di Sabbatelli, Padova, 2013. Si veda anche l'ultima Enciclica di Papa Francesco, *Laudato si'*, nella quale si esorta a ricondurre la finanza al suo ruolo principale, quello non di soffocare, ma di dare aria ed energia all'economia reale.

ravvisando un ottimale completamento delle misure interventistiche da esse attuate in vista di una situazione di maggiore equilibrio delle relazioni negoziali¹¹.

In tale contesto, si inseriscono anche alcuni provvedimenti normativi adottati dalla Consob nei quali i fruitori di servizi finanziari sono avvertiti dei rischi cui risultano esposti a causa di una informativa diffusa in forma alluvionale, tale cioè dall'essere poco rispondente alle finalità tecnicamente proprie di un corretto regime di trasparenza. La suddetta conclusione resta valida anche nel caso in cui, su un piano formale, l'apparato informativo così diffuso possa essere ritenuto conforme alle prescrizioni della normativa speciale¹².

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

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

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

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

dell'operazione (Regolamento Consob n.16190 del 2007). Come ho già avuto modo di osservare in altra occasione, le regole di condotta degli intermediari poste dal t.u.f. a salvaguardia degli investitori hanno subito una notevole implementazione con il recepimento della direttiva MiFID I la quale ne ha esteso la portata fissando una stringente rispondenza tra la tipologia e le caratteristiche del contratto e la propensione e la capacità di sopportazione del rischio da parte del cliente¹³.

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

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

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

¹³Cfr. PELLEGRINI, *Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari*, in I contratti dei risparmiatori, cit., p. 199 ss.

¹⁴Cfr. CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in Riv. trim. dir. econ., 2, 2015, par. 5. Fanno da complemento le nuove regole MiFID II in materia di product governance e di product intervention, su cui ampiamente AA.VV., *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, a cura di Troiano e Motroni, Padova, 2016).

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

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

Di certo, le recenti norme tecniche in materia di risoluzione degli intermediari adottate a seguito del recepimento della direttiva BRRD (e, in particolare, l'entrata in vigore del cd. *bail in*) hanno rimesso al centro della riflessione il tema della trasparenza e della completezza delle informazioni che devono accompagnare l'allocazione sul mercato di un prodotto finanziario e devono essere rivolte alla piena comprensibilità dei suoi effetti. Ciò è tanto più evidente ove si abbia riguardo ai noti accadimenti relativi alla definizione della crisi di quattro istituti di credito, da tempo in amministrazione straordinaria¹⁵.

In tal senso orientano anche le recenti considerazioni formulate dal Presidente delle Consob, in occasione dell'Incontro annuale con il mercato finanziario¹⁶, nelle quali si sottolinea che “i tradizionali strumenti posti a presidio e a tutela del risparmio vanno ripensati, ponendo l'investitore al centro del sistema”. Ne consegue l'esigenza di sottoporre a rivisitazione il ruolo degli intermediari nel trasferimento di informazioni alla clientela atteso che solo la maggiore chiarezza e sinteticità di queste ultime consente di far emergere i principali fattori di rischio dell'operatività finanziaria e, dunque, di prevenire nuove situazioni di crisi.

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

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

Più in generale, è ormai evidente (e in questa direzione si muove la legislazione europea¹⁷) che la trasparenza, da sola, non è sufficiente a tutelare l'investitore. Ad essa devono affiancarsi efficaci regole di correttezza, che definiscano la diligenza che un intermediario deve utilizzare quando si rapporta con la clientela, regole che devono essere presidiate da una efficace azione di vigilanza. In tal modo potrà essere data concreta attuazione al principio sancito dall'articolo 21 del Testo unico della finanza, secondo cui l'intermediario deve «servire al meglio l'interesse dei clienti» ed impedire che “la mancanza di informazioni precise sulle singole banche giudicate meno solide (... possa ...) provocare disinvestimenti generalizzati guidati da comportamenti irrazionali, che potrebbero causare rilevanti effetti sistemici” (come precisato da Vegas).

Da ultimo, non c'è alcun dubbio che il rispetto del quadro regolamentare esistente debba essere accompagnato da una pervasiva azione di vigilanza, la quale dovrebbe trovare espresso riconoscimento normativo ed essere quindi supportata dall'intero apparato giuridico di riferimento¹⁸.

3. La trasparenza è, dunque, il *leitmotiv* che ha accompagnato l'evoluzione del mercato finanziario e che, nei tempi recenti, è stata preservata nell'ambito del processo di trasferimento di taluni poteri di supervisione a livello sovranazionale. Si è assistito, a differenza di quanto è dato riscontrare per l'autorità di vigilanza bancaria, ad una significativa implementazione dei poteri della Consob - Autorità istituita nel 1974 a seguito dei noti scandali finanziari degli anni settanta (caso Sindona, crack della Banca Privata Italiana¹⁹) - la quale ha visto nel tempo, con l'infittirsi della “tela” normativa, l'ampliamento delle proprie competenze.

¹⁷Si prende atto, altresì, della necessità di un modello unico di informazione sintetica che operi una selezione dei contenuti informativi più significativi, che andranno più efficacemente fatti conoscere al risparmiatore.

¹⁸Si rinvia per approfondimenti ai documenti: *ESMA Supervisory Convergence* e *ESMA Strategy 2020*. Vedi *infra* paragrafi 5 e 6.

¹⁹Cfr., *amplius* in MINERVINI, *La Consob*, Napoli, 1989.

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

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

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

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

Ciò non ha escluso, tuttavia, che la Consob abbia talora evidenziato carenze nel suo *agere*, incorrendo in situazioni che la espongono a giustificate critiche. Le vicende degli ultimi anni evidenziano, infatti, una realtà che ha visto luci ed ombre della vigilanza sul settore finanziario²², in relazione alle linee comportamentali scor-

²⁰Cfr. MIRRA - PELLEGRINI, *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)*, in *Italian Banking and Financial Law. Supervisory Authorities and Supervision*, a cura di SICLARI, cit., p. 179.

²¹Cfr. LEPORE - SANTORO, *Vegas: cruciale la trasparenza*, in *Milano Finanza* del 13 aprile 2016, pag. 7.

²²Si veda al riguardo la recente sentenza della Cassazione Civile, Sez. I, 17 novembre 2016, n. 23418, con nota redazionale di RESTELLI, *La responsabilità della Consob e dei suoi funzionari: gli effetti della transazione tra il creditore e un debitore in solido verso gli altri condebitori*,

rette di alcuni istituti bancari; realtà nella quale si è evidenziata l'esigenza di "organi di vigilanza" efficienti, in grado di garantire la tenuta dell'intero sistema²³.

In via prospettica emerge un processo di europeizzazione (non più solo della regolazione, ma altresì) della vigilanza del settore finanziario caratterizzato da significative divergenze nelle modalità con cui le Autorità di vigilanza nazionali concorrono nella definizione del cambiamento. In particolare, con riguardo alla realtà dei mercati finanziari non si rinviene ancora un equivalente del *Single Supervisory Mechanism*, laddove la *Capital Markets Union* identifica un progetto forse troppo ambizioso, sul quale al presente non è possibile formulare un giudizio compiuto essendo ancora in fase embrionale²⁴ (ed invero solo nel 2019 se ne valuteranno i primi risultati che al momento hanno una valenza meramente teorica).

Fermo restando che la devoluzione delle forme di vigilanza diretta a livello europeo (all'ESMA in particolare) sono limitate a specifici settori (*credit rating agencies, trade repositories*), rileva il mantenimento in sede domestica del "controllo" su tutti i protagonisti del mercato finanziario nazionale²⁵. L'armonizzazione delle regole vigenti in materia, prima e dopo la nascita dell'ESMA, ha riguardato la definizione dell'operatività degli intermediari e dei mercati e, dunque, solo in misura ridotta (direi riflessa) hanno interagito sui poteri e sulla struttura organizzativa delle Autorità

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

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

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

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

nazionali di settore²⁶. Ciò spiega la ragione per cui la Consob ha, col tempo, assunto un ruolo di peculiare rilievo nel comparto di sua competenza.

Specifica attenzione è stata, soprattutto recentemente, prestata ai profili di *investor education*²⁷; quest'ultima è indicativa di un nuovo modo di approcciare la realtà di riferimento, non limitato alla sola divulgazione di nozioni economiche e finanziarie o all'illustrazione dei diritti e dei doveri del risparmiatore/investitore, bensì volto a favorire anche lo sviluppo di un'attitudine corretta alle decisioni economiche²⁸. Più in particolare, si intende per tal via assicurare a ciascun cittadino gli strumenti "culturali" e operativi per acquisire un'autentica capacità di agire "economicamente" e consapevolmente, obiettivo cruciale in un'ottica sistemica, che interagisce alla stregua di strumento di politica sociale al servizio della crescita di lungo periodo del Paese²⁹. Pertanto, può dirsi che la creazione del *portale-web* di educazione finanziaria della Consob e dell'Arbitro delle Controversie Finanziarie (recentemente introdotto in occasione del recepimento della direttiva 2013/11/UE con

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

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

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

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

il d.lgs. n. 130 del 2015)³⁰ rappresentano i “capisaldi” di questo processo di “avvicinamento” tra amministrazione di controllo ed investitore³¹.

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

E' noto che attualmente il prospetto informativo non risulta di agevole lettura e, quindi, pienamente fruibile dal “risparmiatore” medio; il recente caso dell'aumento di capitale della Banca Popolare di Vicenza lo dimostra chiaramente. Sarebbe stato sufficiente per un accorto risparmiatore leggere i fattori di rischio sottesi all'acquisto di determinati prodotti per comprendere i pericoli connessi a possibili scenari futuri, da valutare ovviamente sia dal punto di vista economico-finanziario, che strutturale e sistemico. Per vero, emerge l'interrogativo concernente l'effettività di un attento riscontro delle “onerossime” 950 pagine del prospetto informativo (approvato dalla Consob in data 21 aprile 2016) a fronte di investimenti di ridotta entità³².

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

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

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

4. E' in tale contesto che vanno valutate le attività della Consob, le quali si inseriscono all'interno del "rigido" impianto normativo costituito dalla Direttiva Prospetto (peraltro in fase di modifica³³) e soprattutto del Regolamento (CE) n. 809/2004.

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

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

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

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

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

A partire dal 2007, anno di entrata in vigore della disciplina MiFID I (direttiva n. 2004/39/CE), la Consob ha realizzato circa mille interventi in materia di servizi di investimento. Complessivamente, questi ultimi hanno coperto circa il 90 per cento del risparmio investito in strumenti finanziari riconducibili a clientela retail, a fronte di verifiche ispettive che, nel contempo, hanno riguardato il 55 per cento circa del mercato³⁴.

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

L'argomento, peraltro, è di grande attualità: una nota giornalista della RAI³⁶ ha mostrato un documento ufficiale della Consob del 2011, dal quale si desume che l'indicazione di eliminare detti scenari di rendimento dai prospetti informativi (dei bond bancari) proveniva dai vertici dell'Autorità. Da qui le note polemiche in merito

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ed invero, in sede di distribuzione dei prodotti finanziari si riscontrano problematiche significative. E' in questo "segmento" dell'attività degli intermediari che si sono registrate le maggiori "amnesie"⁴⁰ addebitate alla Consob⁴¹ (e quindi non solo alla Banca d'Italia)⁴².

³⁹V. Regolamento Delegato (UE) 2017/653 della Commissione dell'8 marzo 2017 che integra il regolamento (UE) n. 1286/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati stabilendo norme tecniche di regolamentazione per quanto riguarda la presentazione, il contenuto, il riesame e la revisione dei documenti contenenti le informazioni chiave e le condizioni per adempiere l'obbligo di fornire tali documenti, v. su http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/regolamento_delegato_ue_2017-653.pdf.

Per una ricognizione generale sulle attività svolte da Consob in materia di trasparenza informativa si veda l'audizione Consob nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla semplificazione e sulla trasparenza nei rapporti con gli utenti nei comparti finanziario, bancario e assicurativo (22 novembre 2016), v. su http://www.consob.it/documents/46180/46181/Audizione_+ Genovese_20161122_nt.pdf/32eab587-3f1d-4b4f-a7e6-5457021cdb39.

⁴⁰V. BRAGANTINI, *Le amnesie della Consob*, su www.lavoce.info, 13 maggio 2016.

⁴¹Tra le notizie apparse sulla stampa specializzata, oltre ai vari articoli sul caso Banca Etruria, v. GABALLO, *Le responsabilità della Consob e quelle dei banchieri. Obbligazioni subordinate: serve chiarezza*, su www.rainews.it, 13 dicembre 2015; Consob, *Per gli investitori la trasparenza resta un miraggio*, 12 maggio 2016, su www.possibile.com; BOCCIARELLI, *Vegas: "Sui collocamenti Etruria non escluse sanzioni"*, cit.

⁴²Con riferimento alle "manchevolezze" della banca d'Italia, cfr. CAPRIGLIONE, *Conclusioni a margine del Convegno annuale dell'Associazione dei Docenti di Diritto dell'Economia (ADDE) su "Quali regole per quali mercati?"* (11-12 dicembre 2015), in Riv. trim. dir. econ., 2015, n. 4, p. 317; e, più di recente, CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2016, pag. 159 ss.

All'intermediario che distribuisce prodotti finanziari (tra cui vanno annoverati anche quelli di propria emissione) è richiesto di dotarsi di una metodologia di rilevamento dei profili dei clienti⁴³ e delle diverse caratteristiche di rischio dello strumento finanziario distribuito. Non v'è dubbio che ogni possibile intervento *in subjecta materia* avrebbe dovuto riguardare il controllo dell'adeguatezza di tali presidi in quanto la rischiosità di un titolo indicata nel documento informativo viene presentata agli sportelli in variegate (e spesso differenziate) dai dipendenti delle banche in modalità ben diverse dagli addetti delle banche⁴⁴.

Sicché, può dirsi che il controllo sulla distribuzione di prodotti complessi, sulla comprensibilità degli stessi e sulle misure adottate dagli istituti bancari non è stato sufficiente; ragion per cui la rilevanza quantitativa degli strumenti finanziari in questione ha finito col "minare" la stabilità del sistema e la fiducia degli investitori⁴⁵.

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

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

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

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

⁴⁵Il peso delle obbligazioni sul risparmio della clientela *retail* è passato dal 47,55% (dicembre 2010) al 25,77% (dicembre 2015).

Il totale del risparmio della clientela *retail* amministrato da istituti sottoposti alla vigilanza prudenziale della BCE è pari al 65,37% del totale.

Il totale del risparmio della clientela *retail* amministrato da istituti sottoposti alla vigilanza prudenziale della Banca d'Italia è pari al 34,63% del totale.

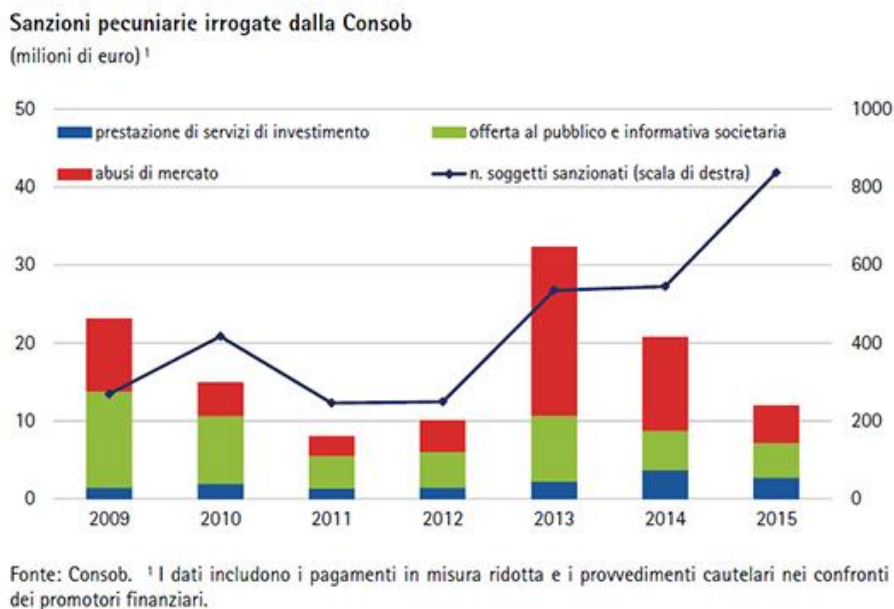
Nel 2015 i clienti del sistema di intermediazione mobiliare sono stati circa 13 milioni (di cui il 99,7% *retail*).

Nel 2015 il numero di operazioni del sistema di intermediazione mobiliare ha superato 100 milioni (dati forniti dalla Consob).

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

contempo è indubbio che vanno aggiornati ed implementati anche i poteri sanzionatori delle Autorità nazionali⁴⁷.

Nell'ultimo anno i procedimenti sanzionatori della Consob sono aumentati a livello quantitativo (nel 2015 sono stati conclusi 268 procedimenti sanzionatori, a fronte dei 160 del 2014⁴⁸), ma non si sono sempre rivelati effettivi e dissuasivi: le sanzioni a livello quantitativo sono state di gran lunga minori rispetto al recente passato (nel 2015 l'importo delle sanzioni è stato complessivamente più basso, 12,1 milioni di euro, contro i 20,6 milioni del 2014⁴⁹), come risulta dal grafico qui di seguito riportato.



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

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

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

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

Il recepimento dei nuovi quadri regolamentari della CRD IV (direttiva 2013/36/UE, regolamento UE 575/2013 e atti delegati), della MiFID II (direttiva 2014/65/UE, regolamento 600/2014 e relativi atti delegati) e i recenti sviluppi della realtà economico-finanziaria quasi certamente imporranno una risposta sanzionatoria più severa da parte dell'Autorità, anche nei casi in cui la stessa si trova a concorrere con il giudice penale. La *querelle* del cd. "doppio binario" della risposta sanzionatoria è arrivata fino alla Corte Costituzionale⁵⁰ e, molto probabilmente, richiederà l'intervento del legislatore nazionale per ridefinirne i contorni. Ciò non sminuisce l'essenzialità dell'intervento amministrativo, l'unico in grado di assicurare la tempestività necessaria per una tutela effettiva dei mercati finanziari. Come è stato autorevolmente sottolineato, la Consob e tutte le amministrazioni aventi poteri sanzionatori, nelle vicende che le riguardano, devono ancor di più perseguire la loro specifica *mission*, facendo sì che gli effetti della loro azione assicurino che "l'ordinario" funzioni. Bisogna in sostanza riaffermare il primato logico, organizzativo dell'azione dell'Amministrazione⁵¹.

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

⁵⁰V. sentenza Corte Costituzionale n.102 del 2016, su www.giurcost.org/decisioni/2016/0102s-16.html.

⁵¹Cfr. BERRUTI, *Banche, procure e Consob*, su *La Repubblica* del 15 maggio 2016.

⁵²Cfr. MOLONEY, *The European Securities and Market Authority and Institutional design for the EU financial market – a tale of two competences: rules in action*, in *European Business Organization Law Review*, 2011, vol 12, p. 177 ss.; TORCHIA, *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*, Relazione

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

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

Più in particolare, il Regolamento istitutivo dell'ESMA, al fine di favorire la convergenza delle pratiche di supervisione (*supervisory convergence*)⁵⁴ in seno allo *European System of Financial Supervisors* (ESFS) nonché una coerente applicazione del diritto dell'UE, attribuisce all'Autorità strumenti specifici quali l'emanazione di misure di soft law, orientamenti, linee-guida e raccomandazioni⁵⁵ da veicolare alle Autorità nazionali o direttamente agli attori dei mercati finanziari.

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

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

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

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

Il regolatore ha avuto di mira, quindi, nel disciplinare l'ESMA, la riduzione dei rischi di arbitraggio regolamentare connessi all'esistenza di prassi di vigilanza differenziate⁵⁶. Ciò trova conferma nella limitata presenza di poteri di vigilanza diretta, circoscritti questi ultimi - a tutt'oggi (giova ripeterlo) - agli interventi sulle agenzie di rating e sui repertori di dati sulle negoziazioni in ambito europeo⁵⁷. Ed infatti, diversamente dal passato, gli atti di soft law pongono ora un vincolo per le Autorità nazionali, laddove esse sono esplicitamente invitate a "compiere ogni sforzo per conformarsi agli orientamenti e alle raccomandazioni europei".

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

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

⁵⁷Più in particolare, il Reg. UE n. 513/2011 attribuisce all'ESMA specifici poteri di vigilanza informativa ed ispettiva nei confronti delle agenzie di rating, oltre che la facoltà di identificare - mediante la configurazione di uno specifico elenco - le società autorizzate ad operare nel contesto regionale europeo; cfr. PERASSI, *Verso una vigilanza europea La supervisione sulle agenzie di rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, pag. 421; TROISI, *Le agenzie di rating. Regime disciplinare e profili evolutivi*, Padova, 2013, cap. III. V; DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, Padova, 2012. V. ESMA, *Technical Advice, Competition, choice and conflicts of interest in the credit rating industry*, 30 September 2015, ESMA/2015/1472.

Sotto altro profilo, inoltre, rilevano le funzioni di supervisione che la medesima Autorità esercita nei confronti dei cd. repertori di dati, in linea con quanto stabilito dal Reg. UE n. 648/2012; cfr. JARDELOT - MITOV, *The drivers behind the reporting obligations of EMIR, MiFIR and SFTR*, in *Journal of Securities Operations & Custody*, 2015, vol.7, n. 4, pp. 348-354. V. ESMA's supervision of Credit Rating agencies and Trade reporties. 2015 Annual Report 2015 and 2016 Work Plan, consultabile su https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-234_esma_2015_annual_report_on_supervision_and_2016_work_plan.pdf.

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

nel puntualizzare l'apertura interventistica di tale istituto, la cui azione si presenta inadeguata nel realizzare un accentrato sistema dei controlli da considerare necessario per impedire nuovi eventi di crisi⁵⁹. Ne è conseguito che la tutela del cliente, a livello di singole realtà nazionali, risulta ancora prevalentemente demandata all'azione di controllo delle Autorità domestiche. Ciò in quanto l'intervento "europeo" si estrinseca nella sola determinazione delle regole che incidono sul rapporto negoziale (non risultando possibile sul piano concreto un loro diretto intervento sul mercato).

In tale contesto ordinatorio si comprende come – a fronte dell'imperversare della crisi finanziaria – la regolazione recata dalla direttiva Mifid I abbia manifestato i suoi limiti, rivelandosi un complesso dispositivo inidoneo al superamento di inefficienze e situazioni di instabilità gestionale⁶⁰. Alla luce di tale considerazione appare evidente altresì come il legislatore europeo, negli anni recenti, abbia avvertito l'esigenza di intervenire nuovamente sulla disciplina concernente il mercato degli strumenti finanziari. Ciò in un'ottica volta a rimuovere le criticità che l'insorgere della crisi aveva implementato, atteso che l'istituzione di un'apposita Autorità europea preposta allo svolgimento dei servizi finanziari e delle attività di investimento non era riuscita in alcun modo ad evitare o quanto meno a ridimensionare.

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

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

Le nuove misure di *product intervention* sono state introdotte dal regolamento MiFIR (artt. 40-43) nel presupposto che l'autorità competente o l'ESMA (o l'EBA) - in base ad una lettura congiunta con la *product governance* (art.16, par.3, direttiva MiFID II) che introduce meccanismi di selezione dei prodotti da distribuire - possano impedire la negoziazione di strumenti finanziari pregiudizievoli⁶¹ per l'investitore e, per tal via, preservare l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati nonché la stabilità del sistema⁶². Per vero, il potere di *product intervention* (art. 42 MiFIR) spetta alle Autorità nazionali, mentre quello stabilito a favore dell'ESMA risulta un "potere di intervento temporaneo", ai sensi del considerando 29 e dell'art. 40.6 MiFIR⁶³. In tale contesto si colloca la considerazione secondo cui le Autorità nazionali sono pure i potenziali destinatari delle attività di "indagine" dell'ESMA, come le *peer review* o le altre attività di accertamento di infrazione di casi di violazione del diritto dell'Unione (strumento quest'ultimo utilizzato, tuttavia, con parsimonia dall'ESMA anche in considerazione dei potenziali effetti reputazionali che potrebbero derivare da una simile decisione adottata nei confronti di un'autorità nazionale)⁶⁴.

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

⁶²E' espressamente stabilito che le autorità di controllo hanno il potere di "vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione e la vendita di qualsiasi strumento finanziario o deposito strutturato che sollevi gravi timori in merito alla protezione degli investitori". Si fa riferimento a specifici interventi dell'ESMA o, nel caso dei depositi strutturati, dell'EBA (considerando n. 29 e art.40 regol. MiFIR; art.69 direttiva MiFID II).

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

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

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

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

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

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

⁶⁵V. ESMA, TVR, *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n.1/2016, su https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-348_report_on_trends_risks_and_vulnerabilities_1-2016.pdf, spec. p. 36 ss., laddove si precisa che “Investors should thus undertake a careful investment analysis that considers the liability profile of the banks, the MREL/TLAC requirements and the local Resolution Authority's discretionary powers. For their part, regulators should strive to provide investors with as much transparency as is possible without undermining the Resolution Authority. Similarly, consistency in approaches to the ‘what’ and ‘when’ across jurisdictions will make the investment analysis more robust.”

economica dei mercati in cui operano gli intermediari finanziari nonché una valutazione dell'impatto che il potenziale andamento del mercato può esercitare su tali operatori⁶⁶.

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

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

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

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

probabilità, riconducibile alle stesse *carenze* della costruzione europea. In quest'ultima l'insufficienza delle forme di raccordo tra politica e finanza⁶⁸ si risolve in una incertezza di fondo nella identificazione delle modalità procedurali idonee al conseguimento di adeguati livelli di equilibrio socio - economico. Ciò anche con riguardo all'individuazione dei compiti e del ruolo delle Autorità di vertice dell'ordinamento finanziario europeo; per cui si assiste ad una discontinuità nell'attribuzione dei poteri di supervisione alle variegate (e intrecciate) Autorità (UE) esistenti e, al contempo, ad una forte istanza per l'introduzione di nuove tecniche di controllo in grado di realizzare il miglioramento sistemico sul quale si fonda la stessa ragione costitutiva dell'Unione.

Alla luce dell'analisi pubblicata nel 2014 sull'operato delle autorità europee di vigilanza (*European Supervisory Authorities*, ESAs) e del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (ESFS)⁶⁹, la Commissione ha posto in consultazione un progetto per la revisione della suddetta architettura di vigilanza europea ove (tra l'altro) si richiede l'opinione degli interessati con riferimento alle ipotesi di rafforzamento di poteri diretti delle autorità europee⁷⁰.

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

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

⁶⁸Cfr. CAPRIGLIONE - SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione Europea. Le ragioni di un difficile incontro*, Padova, 2015; LUPO, *Parlamenti e Governi nella Costituzione "composita" dell'Unione Europea*, in Corso di diritto pubblico dell'economia, a cura di Pellegrini, cit., 141 ss.

⁶⁹V. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52014DC0509&from=EN>.

⁷⁰La consultazione è pubblicata su sito della Commissione Europea https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-esas-operations-consultation-document_en.pdf (per un primo commento, in relazione anche ai possibili sviluppi verso una regolazione "twin peaks" v. SCHOENMAKER – VERON, *EBA relocation should support a long-term 'twin peaks' vision*, su <http://bruegel.org/2017/04/eba-relocation-should-support-a-long-term-twin-peaks-vision/>).

Per converso, nella valutazione dei mercati finanziari tale passaggio di poteri si configura più limitato. È ben vero che gli anni recenti evidenziano una cessione di poteri dalle Autorità nazionali a quelle europee che recuperano (rivisitandola) la nota formula dei Comitati di cui alla Relazione Lamfalussy. Va precisato però che il menzionato trasferimento a livello europeo di una parte significativa dell'intervento pubblico è indicativo anche del tentativo di porre adeguato rimedio all'elevato livello di debolezza con riferimento alle tecniche di identificazione dei rischi per gli investitori e per i mercati finanziari in generale (ravvisato con la crisi), che l'eccessiva frammentazione dei mercati ha forse causato in larga parte⁷¹.

In verità, a ben considerare, la definizione (in ambito UE) dei poteri di regolazione (*single rule book*) non dovrà avvenire in modalità avulsa dall'attività partecipativa delle Autorità nazionali, le quali conseguentemente dovranno essere capaci di contribuire al dibattito volto a definire e/o puntualizzare le statuizioni di secondo e terzo livello⁷² (attraverso la partecipazione dei loro rappresentanti nei comitati tecnici - *Standing committee* - e, dunque, tramite l'esercizio del voto delle medesime nell'ambito dei *board* destinati ad assumere le decisioni finali su detti aspetti della regolazione).

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

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

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

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

tare ripercussioni negative sui mercati rivenienti dall'uso a carattere meramente speculativo degli strumenti in parola. Sarebbe possibile superare, al contempo, la dubbia correttezza esecutiva che tali operazioni denotano ogni qualvolta siano finalizzate a traslare avanti nel tempo il peso di pregresse posizioni finanziarie⁷⁴.

Inoltre, se è ben vero che, in una prospettiva di medio-lungo termine, diverrà possibile una più ampia cessione di poteri da parte delle Autorità nazionali a quelle europee (in vista di una compiuta definizione/determinazione delle policy di vigilanza) è ipotizzabile, tuttavia, che tale evenienza si verificherà solo previa definizione del *single rule book*, cui presumibilmente farà seguito un rafforzamento della *supervisory convergence* verso la quale si concentrerà l'azione dell'ESMA, come è dato desumere da un apposito documento da quest'ultima pubblicato⁷⁵.

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

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

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

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

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

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

In ambito finanziario gli obiettivi futuri sono piuttosto ambiziosi: la creazione della *Capital Markets Union* e la redazione di un Testo Unico europeo dell'intermediazione finanziaria sono compiti tutt'altro che semplici e sono entrambi "focalizzati" a livello europeo⁷⁷. Realizzare una piena centralizzazione della vigilanza *in subiecta materia* secondo il modello adottato nel settore bancario non è certamente agevole, perché in alcune aree il processo decisionale richiede la vicinanza agli investitori domestici a fronte di un numero degli operatori molto elevato⁷⁸.

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

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

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

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

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

Le Autorità nazionali beneficiano della vicinanza al territorio e delle conoscenze relative al mercato, sicché sono in grado di migliorare la disciplina di settore attraverso l'emanazione (sempre più frequente) di raccomandazioni ovvero dando adeguate risposte a quesiti specifici degli operatori; a ciò si aggiunga il rilevante ruolo di supporto al legislatore nazionale per la "costruzione" della normativa tecnica riguardante gli intermediari, nonché l'opera di razionalizzazione e riduzione degli oneri amministrativi⁷⁹.

Viene, per tal via, legittimata una maggiore capacità interventistica della Consob; fermo restando che le attenzioni e le attività di tale Autorità dovranno probabilmente concentrarsi sull'affinamento del *risk based approach* di vigilanza e sull'effettività della propria attività ispettiva, sfera d'intervento con riguardo alla quale le richiamate notizie apparse sulla stampa specializzata hanno evidenziato carenze nei controlli esercitati⁸⁰.

Ciò posto, va sottolineato che la struttura organizzativa e le dotazioni della Consob non appaiono allo stato né sufficienti né ben efficientate. E' questa una situazione fattuale da tempo valutata criticamente in sedi diverse: essa è stata evidenziata dalla Corte dei Conti con riferimento alle gestioni dal 2010 al 2012⁸¹: è stata enfatizzata da tale autorevole organismo la limitata efficacia dell'azione di vigilanza della Consob, raccomandando "un'intensificazione dell'attività stessa", at-

⁷⁹Sul tema si rimanda al recente *Discussion Paper* della Consob: CARBONE, FIAMMA, MARCELLI, MIRRA, ZAOTTINI, *La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob: dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell' equity crowdfunding*, aprile 2016, disponibile su www.consob.it.

⁸⁰V. *supra* nota 41.

⁸¹Cfr. Deliberazione n. 1/2014/G della Corte dei conti, Sezione centrale di controllo sulla gestione delle Amministrazioni dello Stato I, II e Collegio per il controllo sulle entrate, adunanza del 6 marzo 2014.

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

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

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

Mirella Pellegrini

*Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università Luiss "Guido Carli" di Roma*