

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

1 / 2019

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, R. Calderazzi, E. Cardì, A. Cilento, M. Clarich, A. Clarizia, G. Colavitti, F. Colombini, G. Conte, P. E. Corrias, C. G. Corvese, 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, G. Di Gaspare, F. Di Porto, G. Di Taranto, V. Donativi, M. V. Ferroni, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, C. Irti, R. Lener, L. Ludovici, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, G. Martina, S. Martuccelli, M. Maugeri, R. Miccù, F. Moliterni, S. Monticelli, G. Napolitano, G. Niccolini, A. Niutta, M. Passalacqua, M. Pellegrini, M. Rabitti, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, A. Romolini, C. Rossano, C. Russo, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, G. Sicchiero, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, 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:

A. Cilento, C. G. Corvese, L. Di Donna, M. V. Ferroni, P. Gaggero, C. Irti, M. B. Magro,
G. Martina, R. Miccù, F. Moliterni, G. Napolitano, M. Pellegrini, A. Romolino,
C. Rossano, I. Sabbatelli, G. Sicchiero, V. Troiano, P. Valensise

PARTE PRIMA

ARTICOLI

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *I dieci anni della Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*...1

LAURA AMMANNATI – *Il paradigma del consumatore nell’era digitale: consumatore digitale o digitalizzazione del consumatore? (The Paradigm of Consumer in the Digital Era: Digital Consumer or Digitalization of Consumer?)*.....8

ANTONIO BLANDINI – *Profili procedurali della rimozione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo delle banche (Removal of members of the management board and of the supervisory board of banks: procedural aspects)*.....31

MARCO SEPE – *I nodi irrisolti nell’assetto del credito cooperativo, tra localismo e mutualità (The unresolved issues of cooperative credit: between localism and mutuality)*.....51

DOMENICO SICLARI – *“Trasformazione” in società benefit e diritto di recesso (Change of the clause regarding the corporate purpose, corporate transformation into a Benefit Company and shareholders’ right to withdraw)*.....80

LEONARDO DI BRINA – *La rimozione di amministratori, sindaci e dirigenti nella disciplina delle crisi bancarie (The removal of directors, statutory auditors and managers in the banking crisis regulation)*.....96

ALBERTO URBANI – *Le nuove forme della territorialità nella disciplina secondaria delle banche di credito cooperativo (New forms of territoriality in the secondary law of cooperative banks)*.....118

PAOLOEFISIO CORRIAS – <i>Le polizze collegate ai mutui: spunti di riflessione</i> (Payment Protection Insurance: cause for reflection).....	135
ANDREA SACCO GINEVRI – <i>L’espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione</i> (The strengthening of <i>golden powers</i> regulation between sovereignty and globalization).....	151

VARIETÀ

ANDREA MIGLIONICO – <i>La Brexit nei rapporti tra banca e clientela: garanzia del mercato e tutela dell’investitore</i> (Brexit in the bank-customer relationship: safety of market and investor protection).....	174
EUGENIA MACCHIAVELLO – <i>Possono esistere “banche etiche”? La nuova definizione normativa di “operatori di finanza etica e sostenibile” tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi</i> (Can “ethical banks” exist? The new regulatory definition of “ethical and sustainable finance operators” in Italy: shareholder interest, for-profit objective and post-crisis banking regulation).....	188

LA BREXIT NEI RAPPORTI TRA BANCA E CLIENTELA: GARANZIA DEL MERCATO E TUTELA DELL'INVESTITORE *

(Brexit in the bank-customer relationship: safety of market and investor protection)

ABSTRACT: *This article examines the potential impact of Brexit in the context of bank-customer relationship as it relates to UK credit institutions and the recognition measures for foreign investors. In doing so it seeks to analyse and put light upon the quest for coordinating these measures under practitioner lenses. This in turn is intended to aid reflection on how Brexit changes might best be adapted in the UK banking regulation. The analysis addresses the regulatory approaches from an atheoretical perspective and explores the effects of Brexit in practice, focussing primarily on investor protection and passporting arrangements. It is argued that the MiFID II directive represents the legislative framework to achieve mutual recognition among banks and to avoid the risk of de-regulation in the UK financial markets. It is also suggested that the potential divisive impact of Brexit could determine practices of regulatory arbitrage among supervisory authorities.*

SOMMARIO: 1. Considerazioni introduttive: gli effetti della *Brexit* sugli intermediari creditizi. – 2. Gli orientamenti normativi della regolazione inglese sulla circolazione dei servizi finanziari. – 3. La problematica del mutuo riconoscimento e la MiFID. – 4. Gli interventi a tutela dell'investitore dopo la *Brexit*. – 5. Conclusioni.

1. La grave crisi che negli ultimi anni ha colpito il settore bancario ha avuto come inevitabile conseguenza una accentuazione del clima di insicurezza nei rapporti tra in-

*Contributo approvato dai revisori.

termediari finanziari e clientela.¹ Per quanto concerne, in particolare, la realtà dell'ordinamento inglese, l'esito del referendum sulla *Brexit*² mette in evidenza le difficoltà di un ripensamento dei rapporti tra banca e investitore e induce all'analisi dei cambiamenti che stanno innovando profondamente le forme disciplinari all'interno dell'Unione europea.

In tale contesto, il cd. *need of protection* – che, nei contratti d'investimento, caratterizza la posizione della controparte negoziale dell'intermediario – è avvertito come esigenza di porre rimedio alle carenze del processo di armonizzazione degli strumenti operativi e, dunque, per un verso, di far chiarezza sui *fallimenti del mercato*, per altro di contenere gli effetti negativi di pericolosi arbitraggi regolamentari conseguenti alla definitiva uscita del Regno Unito dall'UE. Ciò lascia intravedere una frammentazione delle pratiche di vigilanza dei regolatori con inevitabili squilibri nella capacità di intervento delle *authorities* di supervisione. Da qui la riconosciuta complessità di procedere ad una ridefinizione dell'attuale sistema ordinatorio, vuoi attraverso una tempestiva ed ordinata regolazione delle relazioni finanziarie, vuoi mediante la prevenzione dei rischi sistemici che recano profonde turbative all'equilibrato svolgimento dell'attività bancaria.

Pertanto, la valutazione dei rapporti tra l'ordinamento inglese e l'Eurozona diviene momento centrale di un'azione disciplinare che si propone di ridurre le carenze che possono derivare dalla mancata attuazione di riforme condivise. E' evidente come le *incertezze* dei negoziati sulla *Brexit* rendano pressante la necessità di perseguire con tempestività il soddisfacimento del bisogno di garanzia del mercato (la cui realizzazione dovrà ovviamente essere raccordata all'adozione di linee comportamentali di maggiore

¹Si v. il recente contenzioso in *Goldman Sachs International v Novo Banco SA* [2015] EWHC 2371 (Comm) relativo allo stato di insolvenza dell'istituto di credito *Banco Espirito Santo* sottoposto al piano di risoluzione della «bridge bank» *Novo Banco* per la ristrutturazione delle passività in bilancio.

²Il 23 giugno 2016 i cittadini del Regno Unito si sono pronunciati sull'uscita del proprio paese dall'UE attraverso lo *European Union Referendum Act 2015*.

coesione ed unitarietà).³

Il ricorso a forme di «mutuo riconoscimento» individua la via all'uopo prescelta, dando vita ad un meccanismo regolamentare condizionato dalla cooperazione degli Stati membri dell'Unione. Sono di guida nella realizzazione di tale obiettivo le indicazioni in materia formulate in sede comunitaria; più in particolare, vengono in considerazione un'apposita Raccomandazione, emanata dall'Autorità bancaria europea, in ordine al trattamento dei *bondholders* nelle procedure di risoluzione delle crisi bancarie secondo cui «institutions and authorities need to assess their stock and issuance plans for instruments used to meet the minimum requirement for own funds and eligible liabilities (MREL) in the light of Brexit, and in particular their reliance on instruments issued under English law». ⁴ Non v'è dubbio che la riferibilità (per la regolazione dei rapporti tra banca e cliente) ad uno schema procedurale di tal genere consente di ricercare nuovi equilibri avendo di mira il conseguimento di più elevati livelli di trasparenza nella valutazione di politiche volte ad una maggiore uniformità delle regole. Per vero, al presente, non sembrano siano stati attivati processi strutturali idonei a determinare valide condizioni di *omogeneizzazione* dei regimi di regolazione delle relazioni bancarie. Ciò risulta chiaro ove si pensi agli eventi della *Brexit* che hanno alimentato il sentimento di *euroscetticismo* per le politiche dell'Eurozona. ⁵

In siffatto quadro ordinamentale va da sé che il corretto funzionamento dei mercati non può essere valutato senza far riferimento a coloro che nei medesimi operano, soggetti il cui interesse non può essere sacrificato *tout court* dalle modalità applicative

³Cfr. CAPRIGLIONE, *The UK referendum and Brexit hypothesis (The way out perspective and the convenience to 'remain united')*, University of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series No. 2016-05, pp. 7-8.

⁴Si v. Opinion of the European Banking Authority on issues related to the departure of the United Kingdom from the European Union (EBA/OP/2017/12), Part IV Resolution and deposit guarantee schemes, 12 October 2017, 16.

⁵Cfr. MASERA, *Le radici della BREXIT: per una rivisitazione critica della conventional wisdom sulla relazione tra il Regno Unito e l'Europa*, in *dirittobancario.it*, settembre 2016, 1.

di siffatti interventi disciplinari. Si è in presenza di una realtà i cui effetti, nell'incrementare le carenze che hanno caratterizzato la definizione dei meccanismi di controllo, di certo appaiono destinati a rendere ancora più difficile l'operatività degli strumenti di intervento nella nuova regolazione europea.⁶

Da sottolineare, inoltre, che il legislatore comunitario – nell'adottare le modifiche normative idonee a migliorare la celerità, la snellezza e la flessibilità delle procedure di riconoscimento degli appartenenti al settore – ha previsto, comunque, la possibilità per la clientela bancaria di fare affidamento ai cd. «*passporting arrangements*». Come si dirà più ampiamente nel prosieguo dell'analisi, tale strumento si presta ad un'interpretazione che – in vista di una piena fattibilità del programma di modifica delle *policy* operative finora osservate in ambito UE – sovverte le logiche del mercato fino ad oggi raccordate alla tutela dei risparmiatori delle banche.

2. Alla luce delle considerazioni dianzi esposte, devono qui essere analizzati i meccanismi posti in essere a tutela dei principi di trasparenza e correttezza nelle transazioni finanziarie. A ben considerare, al presente, non sembra siano state superate le difficoltà riconducibili al diverso trattamento degli intermediari di un paese terzo che intendono operare sui mercati dell'UE. Emerge, dunque, una realtà nella quale è compito dei regolatori procedere ad una attenta opera di conciliazione tra le diverse legislazioni al fine di costituire un utile presidio dei rischi legali e reputazionali a beneficio della stabilità degli intermediari e del sistema bancario nel suo complesso.

Consegue l'opportunità di introdurre appositi schemi relazionali che consentano forme di cooperazione maggiormente progredite rispetto a quelle oggi riscontrabili; nelle quali, cioè, il coordinamento tra gli interessi dei differenti paesi a confronto sia la ri-

⁶Cfr. CAPRIGLIONE, *Incidenza della Brexit sui rapporti bancari e finanziari*, in *Federalismi.it*, 16, 2017, 10.

sultanza di un *comune* guardare verso l'obiettivo di un *agere* di mercato più attento ai processi di rinnovamento. Sul punto appare indicativa la precisazione secondo cui «ipotizzare una realtà giuridico istituzionale caratterizzata da una omogeneizzazione dell'*agere* bancario, governandolo in modalità uniformi ... significa perseguire obiettivi di convergenza che, evitando le diversità, promuovano innovativi schemi di condivisione e, dunque, consentano la realizzazione di condizioni volte alla stabilità ed al progresso». ⁷ Siffatta considerazione, al presente, sembra non trovi pieno riscontro ove riferita al contesto ordinamentale della Gran Bretagna nel quale si è proceduto ad un vasto processo di riforme della regolamentazione finanziaria, che è stato avviato, talvolta, senza l'opportuno raccordo operativo con l'Unione europea. Ciò posto, va considerato che nella ridefinizione del quadro delle regole non si può prescindere da strategie comuni sulle modalità e sui termini del cambiamento.

Non v'è dubbio che la regolamentazione di settore – nell'adeguare la disciplina bancaria alla *Brexit* – dovrà costituire un sistema di tutele improntato a criteri di integrità comportamentale degli intermediari. Da qui l'ulteriore prospettiva di un complesso cambiamento del quadro della supervisione bancaria che, nell'intento di superare le difficoltà applicative rivenienti dallo spostamento della sede dell'EBA – attualmente operante nella 'City' –, dovrà attuare un ripensamento del riparto di competenze tra gli organismi che compongono il SEVIF. Sotto altro profilo, la *Brexit* sembra avvalorare le indicazioni formulate da un'attenta dottrina secondo cui l'atteggiamento del Regno Unito manifesta «una sorta di *distacco* nei confronti della restante parte del continente o, più, esattamente, l'intento di non volersi far coinvolgere appieno nelle vicende di un'Europa la cui realtà è, forse, avvertita come estranea, eccessivamente lontana da quella dome-

⁷Cfr. CAPRIGLIONE, *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, Torino, 2013, 73.

stica, considerata prioritaria ad ogni effetto».⁸

Il quadro normativo che si presenta appare in forte evoluzione, per cui a livello generale sembra trovi affermazione un giustificato scetticismo sulle capacità del modello anglosassone di attuare forme di salvaguardia disciplinari conformi agli orientamenti comunitari. I recenti accordi sull'uscita del Regno Unito dall'UE pongono, tuttavia, delicate questioni con riguardo al processo di modifica del complesso regolamentare in materia bancaria e finanziaria.⁹ Da qui una prima conclusione in ordine alla permanente necessità di predisporre una appropriata regolazione che assicuri assetti operativi orientati alla trasparenza del mercato, superando i limiti di una tutela della fiducia degli operatori ancora poco soddisfacente.

3. Volendo esaminare, in una angolazione giuridica, le implicazioni recate dal referendum sulla *Brexit* va in primo luogo fatto presente che, all'indomani dei negoziati sulla proposta di "no-deal", sono emersi i limiti delle forme di collaborazione esistenti tra le diverse autorità di vigilanza. In tale contesto, si è evidenziata l'insufficienza delle misure poste a presidio degli operatori del mercato; sicchè vengono in considerazione, da un lato, la mancanza di meccanismi procedurali volti alla tutela della fiducia degli investitori, dall'altro la necessità di potenziare gli organismi preordinati a garantire la protezione dell'*agere* finanziario. Non ci si può esimere dall'osservare, tuttavia, che dette modifiche normative non hanno contrastato a sufficienza l'incapacità dei regolatori di ridurre i maggiori costi associati al ricollocamento delle banche in altre sedi europee; di tal che, questi ultimi per solito sono ricaduti sull'ordinario svolgimento dei servizi forniti alla clientela (i quali hanno subito spesso un ingiustificato ricarico, finalizzato ad un re-

⁸Cfr. CAPRIGLIONE-SACCO GINEVRI, *Politica e Finanza nell'Unione Europea. Le ragioni di un difficile incontro*, Padova, 2015, 216.

⁹Si fa riferimento al raggiunto accordo di estendere gli effetti dell'articolo 50 del Trattato UE al voto sulla *Brexit*. Si v. MANCE, *Who wins from the UK's extension of Article 50?*, in *Financial Times*, 11 April 2019.

cupero delle spese sostenute dagli intermediari).¹⁰ Ciò posto, si comprende la ragione per cui il bisogno di un rafforzamento dei canoni di correttezza e trasparenza delle operazioni di credito è alla base della ricerca di un consolidamento dei meccanismi di supervisione: quest'ultimo, infatti, è divenuto obiettivo fondante nella predisposizione di un nuovo sistema di regole concernenti la definizione dei negoziati sulla circolazione dei servizi bancari.¹¹

Per vero, la valutazione degli indicati limiti disciplinari mostra difficoltà sostanziali nell'organizzazione di più congrue modalità operative degli appartenenti al settore. Più in particolare, sebbene sia indubbia la significatività delle modifiche regolamentari che dovranno essere definite – e, dunque, del loro essere indicative della direzione disciplinare da assumere –, rilevano talune criticità che ne connotano la configurazione con riguardo agli effetti espletati sul corretto funzionamento del mercato finanziario. In tale contesto ordinatorio, diviene essenziale potenziare le strutture poste a garanzia del cliente-consumatore (ad esempio il *Financial Services Compensation Scheme Limited* nel Regno Unito).¹²

Passando all'analisi dei criteri ordinatori attuati dalle autorità di vigilanza, va detto che la direttiva MiFID II ed il regolamento MiFIR costituiscono la piattaforma normativa di riferimento nella quale trovano sistemazione specifici meccanismi di gestione del-

¹⁰Si pensi inoltre all'incidenza della *Brexit* sulle attività di business non più regolate attraverso il passaporto unico sui servizi finanziari. Difatti, la revoca del passaporto unico comporterebbe l'equiparazione degli intermediari finanziari britannici a quelli degli Stati terzi, sottoponendoli alla osservanza del cd. criterio di equivalenza nella prestazione di servizi. Sul punto CORREIA DA SILVA, *Leaving the EU: impact on bank customers*, in *Oxford Law Blog Series*, 7 April 2017, 3, disponibile su <https://www.law.ox.ac.uk/businesslawblog/blog/2017/04/brexitnegotiationsseriesleavingeuimpactbankcustomers>.

¹¹Cfr. CAPRIGLIONE – IBRIDO, *La Brexit tra finanza e politica*, Padova, 2017, 16-17.

¹²Il *Financial Services Compensation Scheme Limited* è un organismo societario che fornisce assistenza e tutela alla clientela bancaria nello svolgimento delle operazioni di credito. L'organismo, inoltre, opera nell'ambito delle società autorizzate dalla *Financial Conduct Authority* e *Prudential Regulation Authority* garantendo più congrue modalità di erogazione dei servizi finanziari.

le attività di investimento.¹³ Nucleo centrale di tale complesso dispositivo è la previsione dello speciale regime sulla classificazione della clientela («client asset rules») e sulla condotta degli intermediari («conduct rules»)¹⁴ Va, anzitutto, rilevato che la MiFID II – entrata in vigore nel 2018 – si applica anche alle imprese facenti parte di un paese terzo che abbia ottenuto il mutuo riconoscimento e cioè in condizione di operare in osservanza della regolamentazione dell’UE. Come precisato nei *considerando* introduttivi del regolamento MiFIR, è previsto che «l’erogazione di servizi in seno all’Unione da parte di imprese di paesi terzi è soggetta ai regimi e requisiti nazionali. Tali regimi presentano notevoli differenze e le imprese autorizzate ai sensi degli stessi non beneficiano della libera prestazione dei servizi e del diritto di stabilimento in Stati membri diversi da quelli in cui sono già stabilite».¹⁵ Inoltre, le disposizioni di cui agli articoli 46, comma 2 e 47 della MiFIR disciplinano la prestazione di servizi senza una succursale di imprese di paesi terzi¹⁶; sicchè spetta all’ESMA la registrazione delle imprese in parola, mentre è rimessa alla Commissione la decisione sul regime di equivalenza in materia di regole di comportamento e prudenziali. Si è inteso, in tal modo, ridurre i rischi di pratiche normative difformi che potrebbero derivare dal progressivo deterioramento del processo di armoniz-

¹³La direttiva n. 65 del 2014 e relativo regolamento n. 600 del 2014 (cd. MiFID II) hanno attuato un’ampia riforma del quadro normativo della MiFID innovando profondamente la disciplina dei mercati finanziari. Il *Financial Services and Markets Act 2000 (Markets in Financial Instruments) Regulations 2017*, il *Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) (Amendment) Order 2017* e il *Data Reporting Services Regulations 2017* hanno recepito la direttiva n. 65 del 2014 nella legislazione inglese, apportando una serie di modifiche all’originario complesso dispositivo della MiFID I. Sul tema si v. HM TREASURY, *Transposition of the Markets in Financial Instruments Directive II: response to the consultation*, February 2017, 3.

¹⁴Sul punto si v. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *Markets in Financial Instruments Directive II Implementation – Policy Statement II*, Policy Statement PS17/14, July 2017, 3-4, disponibile su <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps17-14.pdf>.

¹⁵Si v. il *considerando* n. 41 del Regolamento UE n. 600 del 2014 sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il Regolamento UE n. 648 del 2012.

¹⁶L’articolo 46, comma 2, lett. b) del regolamento MiFIR prevede che «l’impresa è autorizzata a prestare i servizi o svolgere le attività di investimento che intende fornire nell’Unione nella giurisdizione nella quale ha la sua sede amministrativa ed è sottoposta a una vigilanza e messa in applicazione delle norme efficaci, che ne garantisce la piena conformità ai requisiti applicabili nel paese terzo».

zazione delle legislazioni.

A ben considerare, la MiFIR attribuisce alle autorità di vertice europee il compito di predisporre idonei presidi di contrasto alle patologie rivenienti da imprevedibili *default* finanziari (ci si riferisce, in particolare, alla insolvenza delle parti negoziali ed all'accumulo dei crediti deteriorati). Si è in presenza di uno schema ordinatorio volto a rafforzare la capacità di intervento delle autorità di settore nella profilatura del cliente e nell'analisi delle esposizioni debitorie. Ed invero, la considerazione che deve guidare l'interprete riguarda l'obiettivo primario dell'intermediario di adoperarsi per ridurre le asimmetrie informative nella circolazione dei prodotti con elevata rischiosità (salvaguardando la trasparenza del prezzo e prevenendo improvvise distorsioni sui mercati).¹⁷

Nel delineato contesto è bene sottolineare che la *Brexit* comporterà per il Regno Unito la perdita del passaporto unico sui servizi finanziari con inevitabili conseguenze sulla libera circolazione degli intermediari creditizi. Non a caso è stato evidenziato dalla dottrina che «if the UK became a member of the EEA it would retain the right to assign “passports” to companies, but that would leave the UK having to comply with EU laws with no say in the decision-making process».¹⁸ Da qui l'anzidetta necessità per i regolatori di prefigurare forme operative volte ad evitare situazioni di arbitraggi regolamentari; esigenza, cui ovviamente consegue il bisogno di costituire moduli di raccordo fra gli ordinamenti per la predisposizione di congrue forme di supervisione bancaria.¹⁹ Se ne deduce che la corretta implementazione della MiFID II dovrà passare attraverso «la separazione della piazza finanziaria londinese dall'UE, con prospettive e conseguenze an-

¹⁷Cfr. TROIANO, *La product governance*, in AA.VV., *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati*, a cura di Troiano e Motroni, Padova, 2016, 223-224.

¹⁸Cfr. MUGARURA, *The “EU Brexit” implication on a single banking license and other aspects of financial markets regulation in the UK*, in *International Journal of Law and Management*, 2016, vol. 58, n. 4, 477.

¹⁹Cfr. SCHOENMAKER, *Lost passports: a guide to the Brexit fallout for the City of London*, in Bruegel Blog Post, 30 June 2016, disponibile su <http://bruegel.org/2016/06/lost-passports-a-guide-to-the-brexit-fallout-for-the-city-of-london/>.

cora incerte». ²⁰

4. I recenti negoziati sul piano di uscita del Regno Unito dall'UE, orientati alla ricerca di soluzioni ottimali per il conseguimento di effettivi livelli di convergenza normativa, non sono stati ritenuti dai *policy-makers* idonei ad assicurare un adeguato sistema di tutela degli investitori. Come è stato ribadito in sede tecnica, la *Brexit* impone il venir meno di alcuni strumenti di collaborazione previsti dalla normativa europea e comporta un rafforzamento dell'attività svolta nelle sedi di sorveglianza cooperativa bilaterale con le autorità di supervisione inglesi. ²¹ Tali considerazioni muovono dall'esame delle recenti proposte di riforma avanzate a livello comunitario, le quali mostrano una chiara preferenza per l'attuazione di un percorso *virtuoso* che consenta di superare le difficoltà tuttora presenti nel sistema bancario. ²² Trattasi di misure finalizzate a delineare un processo armonizzato di regole, identificando nella stabilità finanziaria e nella prudente gestione dei controlli la via da percorrere. E' questa un'importante indicazione che viene dall'Unione europea per la costituzione di un framework regolamentare in grado di assicurare lo sviluppo di regimi integrati di regolazione degli intermediari operanti nell'Eurozona. Al presente, le vie d'uscita prospettate dai legislatori nazionali sembrano volte ad evitare che la trasmissione delle possibili turbolenze dopo la *Brexit* degeneri sfociando in una mancanza di adeguata funzionalità del sistema creditizio. ²³ Natural-

²⁰Cfr. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. Società*, 2018, n. 4, 1124.

²¹Cfr. SIGNORINI, *Brexit: possibili riflessi su economia e finanza*, Audizione alle Commissioni Affari esteri e comunitari e Politiche dell'Unione europea della Camera dei Deputati, Roma, 26 aprile 2017.

²²Si v. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Towards a genuine single European financial market – the role of regulation and supervision*, CIRSIF Annual International Conference 2018, Lisbon, 6 June 2018, 2, ove si sottolinea che «supervisory convergence does not mean a one-size fits all approach. It means promoting the consistent and effective implementation and application of the same rules and using sufficiently similar approaches for similar risks».

²³Così MOLONEY, *EU Financial Governance after Brexit: The Rise of Technocracy and the Absorption of the UK's Withdrawal*, in AA.VV., *Brexit and Financial Services. Law and Policy*, a cura di Kern

mente, il positivo riscontro degli input per tal via dati al settore non potrà prescindere dai condizionamenti che gli indicati interventi possono esercitare sugli equilibri necessari alla cooperazione tra *authorities* di vigilanza ed istituzioni di settore.

In tale ambito, può peraltro essere valutata positivamente anche l'opportunità di una possibile coesione delle funzioni di supervisione attraverso un dialogo permanente tra autorità inglesi ed europee; di fondo, emerge l'intento di aver riguardo alle modalità previste dalla regolazione per una appropriata sottoposizione delle banche a stringenti controlli interni.²⁴ Come si è già avuto modo di sottolineare, in siffatto clima di incertezza normativa, si evidenzia una forte richiesta di interventi finalizzati al conseguimento di più elevati gradi di sicurezza operativa e di una congrua rispondenza tra tutela dei risparmiatori e realtà di mercato.²⁵ Ed invero, l'ineludibile esigenza di rinvenire adeguati rimedi ai fini sopra richiamati è indicativa di una volontà degli operatori economici di definire tramite soluzioni concrete le modalità di contenimento di possibili fenomeni patologici conseguenti alla mancanza di effettive pratiche di cooperazione. Da ultimo, va osservato che non si rinvengono a livello disciplinare particolari misure finalizzate alla protezione degli intermediari creditizi che operano in modalità *cross-border*. Ciò in quanto le disposizioni comunitarie in materia – nonostante l'emanazione di Raccomandazioni in sede di vigilanza²⁶ – appaiono inadeguate, omettendo di prevedere un unitario complesso normativo.

E' di tutta evidenza, peraltro, che non sempre i processi normativi posti in essere hanno pienamente recepito lo spirito sotteso all'integrazione economica europea, sic-

Alexander, Catherine Barnard, Eilís Ferran, Andrew Lang e Niamh Moloney (Oxford: Hart Publishing 2018) 113.

²⁴Cfr. RINGE, *The Irrelevance of Brexit for the European Financial Market*, in *European Business Organization Law Review*, 2018, vol. 19, n. 1, 1.

²⁵Cfr. FERRAN, *The UK as a Third Country Actor in EU Financial Services Regulation*, in *Journal of Financial Regulation*, 2017, vol. 3, n. 1, 40.

²⁶Si v. Opinion of the European Banking Authority on preparations for the withdrawal of the United Kingdom from the European Union, EBA/Op/2018/05, 25 June 2018.

chè taluni dubbi permangono in ordine alla corretta implementazione di siffatti regimi disciplinari all'interno dei singoli ordinamenti.²⁷ Ne consegue che la tenuta delle misure recate dalla legislazione anglosassone va verificata alla luce degli interventi proposti dall'Unione europea.²⁸ Di fondo permane il convincimento che l'attuazione di un comune framework regolamentare passa anche attraverso il superamento di policy protezionistiche per solito legate alle logiche dei mercati nazionali. A ben considerare, può dirsi che l'istanza all'adozione di «misure» idonee a rendere effettivi i modelli di convergenza regolamentare (coerente con la logica di armonizzazione della normativa di settore), si è tradotta in un'aspettativa di cambiamento (delle tecniche operative degli istituti di credito) incentrata sull'incidenza della *Brexit* nei rapporti finanziari.²⁹

5. Alla luce di quanto precede, è opportuno che l'interpretazione dei peculiari contenuti e caratteri delle misure di coordinamento della regolazione bancaria non prescindano dalle indicazioni rivenienti dagli interventi normativi recentemente adottati nella legislazione britannica ed a livello comunitario. In particolare, il riferimento agli strumenti disciplinari introdotti dall'UE sulle procedure di risoluzione delle crisi, consente all'analisi di evidenziare l'efficacia degli interventi a sostegno delle imprese a rilevanza sistemica.³⁰ Per vero, la dimostrazione della coerenza sistemica degli assetti operativi che si intendono adottare dovrà fondarsi sulla valutazione della concreta capacità delle misure interventistiche in parola. Ciò implica la necessità di aver riguardo, per un verso, alle conseguenze di carattere generale dei rimedi per tal via attivati (i.e. all'equilibrato

²⁷Si v. HOUSE OF LORDS, *UK-EU relations after Brexit*, European Union Committee, 17th Report of Session 2017–19, 8 June 2018, 21.

²⁸Cfr. ARMOUR, *Brexit and Financial Services*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2017, vol. 33, (suppl. 1), 54.

²⁹Cfr. REYNOLDS - DONEGAN, *Brexit—Opportunity for a Reboot of Financial Regulation*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2016, vol. 31, n. 12, 613.

³⁰Cfr. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2016, n. 2, 537 ss.

svolgimento delle operazioni di investimento previa eliminazione delle distorsioni di un *agere* non conforme alle regole), per altro, alla idoneità dei medesimi nel prevenire e contenere i rischi.³¹ A ciò aggiungasi l'importanza di definire compiutamente le forme di cooperazione e di collaborazione tra le autorità di supervisione dei singoli Paesi. Queste, infatti, denotano specifica rilevanza al fine della realizzazione di strumenti di intervento in grado di assicurare il *need of protection* dell'investitore; ciò nel senso di evitare che tra i Paesi dell'UE vengano a determinarsi situazioni di sostanziale diversità disciplinare e, dunque, di differenti modalità reattive in vista della tutela degli agenti economici.³² Ancora una volta bisognerà guardare con favore alla riconduzione dei molteplici profili normativi ad un unico framework di regolazione, presupposto per il superamento delle perplessità che, da tempo, caratterizzano una diffusa avversità alle politiche dell'Eurozona.³³

Si è in presenza di una realtà nella quale le condizioni del settore bancario globale – afflitto dai default dell'ultimo decennio – mostrano una situazione di grave disequilibrio, dovuta alle differenti modalità di intervento dei regolatori nei diversi Stati.³⁴ Tale situazione appare correlata non solo alla mancanza di adeguate politiche prudenziali, ma anche dall'assenza di una disciplina uniforme a protezione dell'operatività *cross-*

³¹Cfr. IBRIDO, *L'Unione bancaria europea. Profili costituzionali*, Torino, 2017, 192-193, ove si sottolinea che «qualora Brexit dovesse comportare un minor coinvolgimento della Gran Bretagna anche nel campo della integrazione bancaria, l'unica strada che resta è quella di cogliere quanto meno alcune opportunità rispetto a uno scenario che rimane comunque sconcertante per il futuro del progetto europeo».

³²Si v. il documento pubblicato dalla Commissione europea, 'Notice to Stakeholders. Withdrawal of the United Kingdom and EU rules in the field of banking and payment services', Brussels, 8 febbraio 2018, 2-3.

³³Cfr. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, I, 33-34.

³⁴Cfr. SHOENMAKER - VERON, *Brexit should drive integration of EU capital markets*, in *Bruegel Blog Post*, 24 February 2017, disponibile su <http://bruegel.org/2017/02/brexit-should-drive-integration-of-eu-capital-markets/>.

border.³⁵ E' ormai generalizzata la consapevolezza che le interconnessioni e la dimensione delle *systemically important institutions* impongono una più intensa attività di vigilanza; al riguardo, appare indispensabile la predisposizione di strategie comuni sulle modalità organizzative finalizzate a contrastare intemperie e condizioni avverse.³⁶ Infatti, le prospettive di un allontanamento dai canoni di integrazione ed aggregazione solidaristica possono incidere significativamente sul rapporto fiduciario degli operatori nei confronti del mercato. E' evidente, quindi, il clima di *incertezze* che caratterizza la continuità delle relazioni tra il Regno Unito e l'UE; incertezze aggravate, per quanto concerne il settore creditizio, dalla difficoltà di interpretare correttamente il processo di cambiamento imposto dalla *Brexit*.³⁷ Se ne deduce, in prospettiva, un ulteriore passo indietro sulla via di un cambiamento istituzionale volto a ridimensionare gli ambiti della sovranità nazionale e, in riferimento al comparto finanziario, il ruolo delle autorità nazionali. Di fronte al delineato contesto, sembra ancora lontana la definizione del progetto di costituzione di una *Capital Markets Union* quale modello di riferimento nel processo d'integrazione economica europea.

Andrea Miglionico

Lecturer in banking and finance law

University of Reading, School of Law

³⁵Cfr. ARMOUR, *Brexit to the European Economic Area: What Would It Mean?*, in *Oxford Business Law Blog*, 19 July 2016, disponibile su <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2016/07/brexit-european-economic-area-what-would-it-mean>.

³⁶Cfr. LANNOO, *EU Financial Market Access After Brexit*, in *Intereconomics*, 2016, vol. 51, n. 5, 255.

³⁷Cfr. MOLONEY, *Brexit, the EU and Its Investment Banker: Rethinking 'Equivalence' for the EU Capital Market*, LSE Law, Society and Economy Working Papers 5/2017, 12.