

**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA
SAPIENZA**

**Dottorato di ricerca in Diritto pubblico, comparato, internazionale
XXXI Ciclo**

Coordinatore: Chiar.mo Prof. FULCO LANCHESTER

**LE RETI DI REGOLAZIONE MACROPRUDENZIALE TRA
TECNICA E POLITICA. UN'ANALISI COMPARATA TRA
UNIONE EUROPEA E STATI UNITI.**

Candidato:

dott. Giuseppe Sciascia

Relatore:

Chiar.mo Prof. Domenico Siclari

Anno accademico 2017/2018

SOMMARIO

INTRODUZIONE.....	1
-------------------	---

CAPITOLO PRIMO: Origine e caratteri della regolazione macroprudenziale

1. Premessa	10
2. Stabilità finanziaria ed evoluzione del <i>central banking</i>	12
2.1 <i>Il mandato di stabilità delle banche centrali</i>	16
2.2 <i>Vigilanza e gestione delle crisi</i>	21
3. L'emersione dell'approccio macroprudenziale	24
3.1 <i>I primi riferimenti</i>	26
3.2 <i>L'affermazione dell'approccio macroprudenziale</i>	30
4. I caratteri oggettivi della regolazione macroprudenziale	35
4.1 <i>Le finalità</i>	36
4.2 <i>Le misure</i>	44
4.3 <i>Spunti problematici</i>	49
5. I caratteri soggettivi della regolazione macroprudenziale	54

CAPITOLO SECONDO: La regolazione macroprudenziale negli Stati Uniti

1. Premessa	61
2. L'ordinamento bancario e finanziario statunitense	63
2.1 <i>Moneta e intermediazione bancaria negli Stati Uniti: cenni storici</i>	64
2.1.1 <i>Il sistema delle origini</i>	66
2.1.2 <i>Il consolidamento</i>	69
2.1.3 <i>Dalla deregulation alla crisi globale</i>	71
2.2 <i>Le autorità di regolazione</i>	74
2.2.1 <i>Sviluppi storici</i>	74
2.2.2 <i>Il coordinamento</i>	77
2.2.3 <i>Le proposte di riforma e l'assetto corrente</i>	79
3. La rete di regolazione macroprudenziale.....	83
3.1 <i>Il Financial Stability Oversight Council</i>	84
3.2 <i>L'Office of Financial Research</i>	88
3.3 <i>I caratteri istituzionali della rete</i>	90

4. I procedimenti di regolazione macroprudenziale tra <i>rulemaking</i> e <i>adjudication</i>	98
4.1 L'attività di <i>rulemaking</i>	100
4.1.1 Le raccomandazioni al FRB.....	101
4.1.2 Le raccomandazioni alle primary regulatory agencies	104
4.2 L'attività di <i>adjudication</i>	107
4.2.1 La designazione di intermediari e infrastrutture sistemici.....	108
4.2.1.1 Oggetto, criteri ed effetti.....	108
4.2.1.2 Il procedimento.....	112
4.2.2 Il procedimento congiunto per l'imposizione di divieti e cautele nello svolgimento di attività finanziarie.....	119
5. Il sindacato giurisdizionale.....	120
5.1 Gli standard di riferimento.....	121
5.2 Il caso <i>MetLife</i> e la cost-benefit analysis	132
6. Osservazioni conclusive	138

CAPITOLO TERZO: La regolazione macroprudenziale nell'Unione europea

1. Premessa: dilemmi, trilemmi e l'approccio macroprudenziale alla regolazione nell'UE	140
2. L'integrazione monetaria, economica e finanziaria.....	143
2.1 L'evoluzione storica.....	144
2.1.1 Dalle origini all'Atto unico	144
2.1.2 Fondazione e sviluppo dell'UEM.....	149
2.1.3 Le conseguenze della crisi (I).....	154
2.2 Gli assetti della vigilanza continentale.....	161
2.2.1 La BCE, il SEBC e i problemi delle origini.....	161
2.2.2 Le conseguenze della crisi (II): le agenzie di regolazione microprudenziale	166
2.2.3 Le conseguenze della crisi (III): l'unione bancaria	169
3. La rete europea di regolazione macroprudenziale.....	178
3.1 La dimensione sovranazionale: l'ESRB.....	181
3.2 La funzione macroprudenziale nel MVU.....	189
3.3 La dimensione nazionale: il caso italiano.....	191
4. Le forme di interazione e integrazione.....	198
4.1 L'integrazione organizzativa.....	201

4.2 L'integrazione procedurale	207
4.3 L'integrazione normativa tra hard e soft law	215
5. La <i>judicial accountability</i>	222
5.1 Gli atti di soft law tra sindacabilità e interpretazione	223
5.2 Il sindacato sulla discrezionalità	232
6. Osservazioni conclusive	242
CONCLUSIONI	245
BIBLIOGRAFIA	254

INTRODUZIONE

L'emersione di approcci di vigilanza e regolazione che attribuiscono rilievo primario alla stabilità finanziaria e alla prevenzione del rischio sistemico costituisce una delle principali eredità della recente crisi globale. Tale fenomeno è indicativo di un più ampio riordino dei rapporti tra poteri pubblici ed economia ⁽¹⁾, e di un mutamento, progressivo e dalle radici risalenti, del paradigma cui è stata a lungo ispirata la regolazione di settore ⁽²⁾. Non diversamente da altri ambiti di quest'ultima, costituisce altresì il frutto di un consenso largamente acquisito a livello internazionale, derivato da un'azione di indirizzo esercitata da consessi politici e regolatori globali.

Le nuove «amministrazioni macroprudenziali» contribuiscono al mantenimento della stabilità finanziaria esercitando una funzione unitaria di contenimento del rischio sistemico che consta di tre elementi principali:

- (i). un'estesa attività di *rulemaking*, non sempre vincolante, oltre che di coordinamento e indirizzo, rivolta a singoli e gruppi di operatori privati di mercato, autorità di regolazione e istituzioni politiche nazionali e sovranazionali;
- (ii). un'attività di controllo generale sugli sviluppi endogeni ed esogeni al sistema finanziario che possano incidere sulla stabilità dello stesso (*vigilanza stricto sensu*), tenendo conto di dinamiche micro e di fattori macroeconomici; e

⁽¹⁾ Che, tradizionalmente, segue crisi di portata sistemica; così, S. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Bari, Laterza, 2008, *passim*; M. DE BELLIS, *La riforma della regolamentazione e della vigilanza finanziaria*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, Bologna, il Mulino, 2012, 73.

⁽²⁾ Si è osservato che l'approccio macroprudenziale costituisce un vero e proprio «ideational shift in transnational regulatory networks» (enfasi aggiunta), quale «'coordinative' discourse that organizes experts through a 'programme' that sets the underlying principles and frames of reference that define the problems to be solved by policies, the issues to be considered, the goals to be achieved, and the norms, methods, and instruments to be applied»; così, A. BAKER, *Macroprudential Regulation*, in D. MÜGGE (a cura di), *Europe and the governance of global finance*, Oxford, OUP, 172. Si vedano anche, in questa prospettiva, ID., *Varieties of Economic Crisis, Varieties of Ideational Change: How and Why Financial Regulation and Macroeconomic Policy Differ?*, in *New Political Economy*, 2013, 342; ID., W. WIDMAIER, *The Hidden Institutional Roots of Macroprudential Ideas: Veblen and Galbraith on Regulation, Policy Success and Overconfidence*, in *New Political Economy*, 2014; ID., *Transnational Technocracy and the Macroprudential Paradox*, in T. PORTER, (a cura di), *Financial Regulation after the Financial Crash*, Routledge, RIPE Studies in Global Political Economy, 2014; ID., *The Gradual Transformation? The Incremental Dynamics of Macroprudential Regulation*, in *Regulation & Governance*, 2013, 417; ID., *When New Ideas meet Existing Institutions: Why Macroprudential Regulatory Change is an Incremental Process*, in M. MOSCHELLA, E. TSINGOU (a cura di), *Explaining Incremental Change in Global Financial Governance*, Routledge, ECPR book series, 2013, 35. Più di recente, M. THIEMANN, M. ALDEGWY, E. IBROCEVIC, *Understanding the shift from micro- to macro-prudential thinking: a discursive network analysis*, in *Cambridge Journal of Economics*, 2018, 935.

- (iii). un'attività di *adjudication* a sequenza bifasica, l'una a carattere *preventivo*, consistente nell'accertamento di specifiche condizioni al ricorrere delle quali imprese finanziarie e infrastrutture di mercato possono essere soggette a nuovi o più stringenti obblighi prudenziali e/o all'adozione di specifiche misure organizzative, e, l'altra, a carattere *successivo*, consistente nella verifica del rispetto di regole primarie e secondarie tese a mitigare il rischio sistemico con susseguente ricorso a interventi di *enforcement* in caso di violazioni.

Le tre aree di azione ricordate sembrerebbero rientrare nell'accezione estesa, ancorché criticata ⁽³⁾, di *regolazione*, identificata in «ogni specie di ingerenza pubblica nell'economia» ⁽⁴⁾, che «contribuisca a conformare il mercato, stabilendo equilibri che attivano interessi» ⁽⁵⁾, e che risulti «diretta al corretto funzionamento di un determinato settore di attività (in principio) private di carattere economico o anche sociale, e caratterizzate da un elevato livello di specializzazione [...] al fine di farle svolgere in modo conforme ai principi e ai valori che di volta in volta vengono individuati dalla legge» ⁽⁶⁾. Secondo un inquadramento generale recepito da larga parte della scienza giuridica, ne deriverebbe che anche le amministrazioni macroprudenziali sarebbero chiamate non già a ponderare interessi pubblici secondo lo schema-tipo della discrezionalità elaborato dalla scienza giuridica italiana ⁽⁷⁾, ma a consentire la «realizzazione di un interesse riferibile a una pluralità di soggetti privati» ⁽⁸⁾, ponendosi in una posizione di neutralità strumentale al «mantenimento delle condizioni per il corretto ed efficiente svolgimento di attività economiche» ⁽⁹⁾.

Tuttavia, i paradigmi della regolazione macroprudenziale si discostano in parte da questa prospettiva.

Ammantate dall'obiettivo di prevenire rischi di instabilità sistemica spesso incidenti su un'indeterminata collettività ultrastatale, le misure di intervento macroprudenziale possono tradursi in forme generalizzate o settorializzate di allocazione,

⁽³⁾ N. RANGONE, voce *Regolazione*, in S. CASSESE (a cura di), *Dizionario di diritto pubblico*, Milano, Giuffrè, 2006, 2057.

⁽⁴⁾ S. CASSESE, *Regolazione e concorrenza*, in G. TESAURO, M. D'ALBERTI (a cura di), *Regolazione e concorrenza*, Bologna, il Mulino, 2000, 11.

⁽⁵⁾ E. CHITI, *La disciplina procedurale della regolazione*, in Riv. trim. dir. pubbl., 2004, 681.

⁽⁶⁾ F.G. COCA, voce *Attività amministrativa*, in Enc. del dir., Agg. VI, Milano, Giuffrè, 2002, 97.

⁽⁷⁾ M.S. GIANNINI, *Il potere discrezionale della pubblica amministrazione*, ora in Scritti, vol. I, Milano, Giuffrè, 2000, spec. 78: «[...] la discrezionalità stessa s'identifica con la sostanza più squisita dell'attività amministrativa. Questa infatti consiste nella cura di interessi pubblici assunti come fini dello Stato; la parte più delicata di tale cura è appunto la ponderazione (del valore) dell'interesse pubblico nei confronti di altri interessi specifici, attribuita alla stessa autorità amministrativa cui spetta di agire».

⁽⁸⁾ E. CHITI, *La dimensione funzionale del procedimento*, in Aa. Vv., *Le amministrazioni pubbliche tra conservazione e riforme*, Milano, Giuffrè, 2008, 222.

⁽⁹⁾ S.A. FREGO LUPPI, *L'amministrazione regolatrice*, Torino, Giappichelli, 1999, 113 ss.; F.G. COCA, voce *Attività amministrativa*, 97.

redistribuzione o persino razionamento del credito, interventi di “struttura” sull’organizzazione del mercato e degli attori dello stesso, e veri e propri atti di indirizzo economico generale ⁽¹⁰⁾. In tal modo, queste possono significativamente incidere non soltanto sulla sfera di libertà di una vasta platea di singoli privati assoggettati a (molteplici) forme pubblicistiche di regolazione, ma sull’articolazione del sistema di scambi economici nel suo complesso e sulle prerogative degli organi legislativi e di governo, oltrepassando gli angusti limiti della regolazione neutrale. La funzione in oggetto presenta, quindi, innovativi elementi di commistione tra esercizio di un’estesa discrezionalità tecnica e indirizzo politico economico, che rendono incerta quella prospettiva secondo la quale ogni funzione regolatoria si connota, in linea con quanto dapprima osservato, per l’impossibilità di attribuire alle autorità che ne siano titolari il potere di «*elaborare autonome politiche di settore in relazione alle quali svolgere funzioni di indirizzo e di direzione*» ⁽¹¹⁾.

L’emersione dell’approccio macroprudenziale come tecnica di regolazione e controllo “di sistema” del mercato finanziario offre, pertanto, un’angolazione inedita dalla quale interrogarsi sui modi nei quali viene definendosi il rapporto tra istituzioni politiche, autorità tecniche e società nel governo contemporaneo dell’economia entro e oltre i mercati finanziari. Mentre le prime appaiono inizialmente assumere un ruolo recessivo di fronte alle complessità del governo di plessi dell’azione economica privata ad altissimo contenuto tecnico, le seconde vengono organizzandosi in reti articolate e pletoriche, al cui centro si collocano «figure di composizione» parzialmente inedite ⁽¹²⁾, connotate da gradi più o meno elevati di indipendenza dal potere politico e dal settore regolato, e rispondenti a diffuse e da tempo note esigenze di «*integrazione di attività amministrative sempre più specializzate e di coordinamento dell’azione amministrativa in rapporto a sempre più complesse fattispecie sociali*» ⁽¹³⁾. Estendendosi in una dimensione globale, tali sistemi a rete vengono

⁽¹⁰⁾ Per un’approfondita disamina della problematica generale del ruolo delle autorità monetarie e di vigilanza finanziaria in ordine alla politica di direzione del credito e, più in particolare, del dibattito costituzionale e nella scienza giuridica italiana si veda D. SICLARI, *Costituzione e autorità di vigilanza bancaria*, Padova, Cedam, 2007, spec. 220 ss.

⁽¹¹⁾ M.P. GENESIN, *L’attività di alta amministrazione fra indirizzo politico e ordinaria attività amministrativa. Riflessioni critiche su un sistema di governo multilivello*, Napoli, Jovene, 2009, 275.

⁽¹²⁾ M.S. GIANNINI, *Lezioni di diritto amministrativo*, Milano, Giuffrè, 1950, 203; il riferimento è a quegli uffici, organi e organi personificati istituiti «*a fini strumentali, come mezzo di conciliazione di interessi dei quali i partecipanti e gli uffici che essi rappresentano sono portatori*»; si veda, in questi termini e per un inquadramento nel quadro del diritto amministrativo comunitario, S. CASSESE, *La signoria comunitaria sul diritto amministrativo*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2002, 291; E. CHITI, C. FRANCHINI, *L’integrazione amministrativa europea*, Bologna, il Mulino, 2003, 95 ss. Per un approfondimento specifico nel quadro della presente trattazione si rinvia, *infra*, Capitolo Terzo, § 4.

⁽¹³⁾ V. BACHELET, *L’attività di coordinamento nell’amministrazione pubblica dell’economia*, Milano, Giuffrè, 1957, 3.

configurando nuovi e poliedrici centri di indirizzo dell'attività economica, i cui compiti sono sempre meno limitati alla "mera" definizione, gestione e applicazione di un plesso regolatorio ad alto contenuto tecnico ⁽¹⁴⁾, e sempre più connotati dalla capacità di influire sull'autodeterminazione degli apparati istituzionali statali e sovranazionali. Tale trasformazione pone un ineludibile interrogativo intorno alla responsabilità e al grado di trasparenza di tali reti, ovvero ai modi in cui rispondono del proprio operato non soltanto nei confronti dei soggetti privati interessati - in via immediata e diretta - dai relativi interventi regolatori, ma anche verso il pubblico in genere, platea indiscriminata di cittadini-risparmiatori-investitori su cui riverbera, in ultima analisi, ogni scelta concernente la stabilità finanziaria.

La ricerca che si introduce ha quindi come oggetto gli assetti istituzionali e le forme d'esercizio della funzione di regolazione macroprudenziale nell'Unione europea (UE) in comparazione con l'esperienza statunitense.

L'analisi si sviluppa intorno a due aree problematiche: l'equilibrio e le interrelazioni tra tecnica e politica alla luce dei significativi mutamenti dell'architettura istituzionale che presiede alla regolazione del sistema finanziario occorsi in esito alla crisi finanziaria globale ⁽¹⁵⁾; l'*accountability* dei sistemi di autorità che esercitano in maniera condivisa e coordinata funzioni orientate alla stabilità finanziaria in termini di prevenzione del rischio sistemico.

A tal fine, il lavoro ricostruisce le interazioni tra le funzioni di regolazione macroprudenziale, microprudenziale e di conduzione della politica monetaria, ed esamina gli assetti istituzionali e le forme di coordinamento, cooperazione e integrazione fra i

⁽¹⁴⁾ Il punto è trattato, nella prospettiva dell'adozione degli *standard*, da M. DE BELLIS, *La regolazione dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2012, 145, ove l'A. si interroga sul se nel paradigma proprio delle norme di origine sovranazionale sia possibile ravvisare «un riavvicinamento a modelli risalenti, segnando un ritorno ad una maggiore centralità di un intervento pubblico non neutrale, conformativo e discrezionale». In termini non dissimili, ID., *La riforma della regolamentazione*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi*, cit., spec 128, 136 ss.

⁽¹⁵⁾ Con specifico riferimento a tale complesso rapporto all'interno dell'ordinamento europeo, ancorché limitatamente al settore economico-finanziario, si vedano già F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione europea: le ragioni di un difficile incontro*, Padova, Cedam, 2015. Sulla tematica della "tecnificazione" nell'amministrazione si vedano i contributi in S. CIVITARESE MATTEUCCI, L. TORCHIA (a cura di), *La tecnificazione*, in L. FERRARA, D. SORACE (a cura di), *A 150 anni dall'unificazione amministrativa italiana - studi*, Firenze, Firenze University Press, 2016; in quest'ultimo volume si osserva significativamente come «(il) settore della regolazione della moneta e dei mercati finanziari si presenta, allo stesso tempo, come un settore particolarmente promettente per l'individuazione e la discussione di possibili tendenze di sviluppo del processo di integrazione europea e come un caso di particolare difficoltà per la valutazione della consistenza e profondità degli sviluppi stessi», e che, tuttavia, «mentre prima della crisi economica globale iniziata alla fine del 2007 sussisteva un grado significativo di condivisione relativamente alle regole tecniche e alla loro applicazione in materia di moneta, banca e finanza, la crisi ha imposto il ricorso a nuovi strumenti e nuove regole, meno facilmente ascrivibili a scelte puramente tecniche. Di fronte a questi nuovi strumenti si è verificata una divaricazione politica e culturale fra fronti opposti» (40-41).

diversi attori negli ordinamenti prescelti, avendo particolare riguardo al nodo della trasformazione del ruolo delle banche centrali e alla capacità delle reti in esame di rispondere in maniera effettiva del proprio operato nell'arena pubblica pur nel rispetto di prerogative di indipendenza. Sotto quest'ultimo versante, la ricerca si misura con gli atti di *hard* e *soft law* che in maniera combinata informano la funzione macroprudenziale, con le modalità di partecipazione dei privati ai processi decisionali e con gli strumenti di controllo politico e giudiziale delle amministrazioni interessate che contribuiscono a definirne il regime di *accountability* ⁽¹⁶⁾. Per tale via, la ricerca approda quindi alla problematica dei limiti di estensione della *judicial review* rispetto ad atti regolatori che - già in sé problematici a fronte della frequente assenza di vincolatività - impongono alle corti di misurarsi con l'elevata e talora inedita complessità tecnica delle valutazioni economico-finanziarie richieste per la loro definizione, ricorrendo alle leve (tradizionali e no) del sindacato di legittimità sull'attività amministrativa nell'intento di «evitare che la discrezionalità tecnica tramodi in arbitrio specialistico» ⁽¹⁷⁾: la ragionevolezza, l'analisi costi-benefici, il rispetto del principio di proporzionalità nelle sue diverse componenti.

Nel particolare contesto europeo, l'analisi interseca i temi dell'incontrollata moltiplicazione degli atti di contenuto generale o particolare che connota da lungo tempo la regolazione finanziaria europea, e del carattere poliedrico e composito dell'amministrazione continentale. Emerge, in questo specifico ambito, il problema del rapporto tra misure, spesso non vincolanti, rivolte a una platea indeterminata di soggetti privati e istituzioni pubbliche, e provvedimenti riferiti a un insieme più o meno circoscritto di destinatari ⁽¹⁸⁾: tale assetto, sfiando il sistema delle fonti del diritto

⁽¹⁶⁾ La prospettiva che si presceglie è quella indicata in E. CHITTI, *L'accountability delle reti di autorità amministrative dell'Unione europea*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2012, 29, spec., 32, il quale, con specifico riguardo alle reti amministrative dell'UE, fa riferimento alle «discipline che individuano i principi, le regole e le pratiche attraverso le quali le reti amministrative [...] spiegano e giustificano ad altri soggetti la propria attività, tanto nel suo farsi, quanto a seguito del suo compimento». Sul problema dell'*accountability*, entro e oltre il diritto amministrativo europeo la letteratura è particolarmente vasta; si vedano, in particolare, come riferimenti classici, R. MULGAN, *Holding Power to Account: Accountability in Modern Democracies*, Basingstoke, Palgrave MacMillan, 2003; D.M. CURTIN, *Delegation to EU Non-Majoritarian Agencies and Emerging Practices of Public Accountability*, in D. GERARDIN, R. MUÑOZ, N. PETTIT (a cura di), *Regulation through agencies in the EU. A new paradigm of European Governance*, Cheltenham, Elgar, 2005, 88; M. BOVENS, *Analyzing and Assessing Public Accountability. A Conceptual Framework*, in European Governance Papers no. c-06-01, 2006, spec. 7; E.M. BUSUIOC, *European Agencies. Law and Practices of Accountability*, Oxford, OUP, 2013, spec. 44 ss.

⁽¹⁷⁾ Si tratta del noto richiamo operato dal Consiglio di Stato in relazione alla configurabilità di un sindacato intrinseco sulla discrezionalità tecnica, tradizionalmente ricondotto a Cons. di Stato, Sez. IV, 9 aprile 1999, n. 601; più di recente, l'identica affermazione è ripresa in Cons. Stato, Sez. III, 25 marzo 2013, n. 1645.

⁽¹⁸⁾ Sulla pluralità delle fonti nel diritto europeo, specie in punto di riflessi per la regolazione finanziaria, si è notato: «EU law provides a generously furnished regulatory toolkit covering both hard and soft mechanisms. Some fifteen separate types of legal instrument were found to be in operation pre-Lisbon. Some types of legal instrument disappear under the

amministrativo europeo in cui pur permane la ben nota indistinzione tra atti normativi ed esecutivi ⁽¹⁹⁾, rende ancor più pressante sia l'individuazione delle forme di tutela cui sia possibile accedere, che, antecedentemente, la possibilità per gli interessati di disporre di efficaci meccanismi di partecipazione, necessari a compensare la diluizione delle forme di controllo politico e giudiziale nazionali e sovranazionali ⁽²⁰⁾.

Lungamente recessivo nella tradizione degli studi del diritto amministrativo ⁽²¹⁾ e ancor più del diritto pubblico dell'economia, l'approccio comparato che si intende seguire discende da tre considerazioni preliminari.

In primo luogo, larga parte dei *processi* di regolazione dei fenomeni economici non è più indirizzata da attori domestici, ma, al contrario, ha un carattere definitivamente transnazionale ⁽²²⁾, il cui peso, nello specifico settore dell'intermediazione finanziaria ⁽²³⁾, si è notevolmente incrementato in esito alla crisi globale e riverbera in forme poliedriche negli ordinamenti domestici ⁽²⁴⁾. In secondo luogo, sebbene le *problematiche* cui la regolazione intende rispondere tendano ad avere rilevanza e caratteri simili ma non identici nei singoli contesti nazionali, i fenomeni di interdipendenza economica ne acquiscono la diffusione: lo *spillover* dei fallimenti di mercato è origine di uno *spillover*

Lisbon Treaty but the main types— Regulations, Directives, Decisions, Recommendations and Opinions— continue. The latter two – Recommendations and Opinions – are forms of EU soft law but the category can also embrace communications, notices, guidelines, codes of conduct and interpretative declarations»; E. FERRAN, A. KERN, Can soft law bodies be effective? The special case of the European systemic risk board, in European Law Review, 2011, 751.

⁽¹⁹⁾ Sulla rilevanza del tema delle fonti del diritto amministrativo, si veda, di recente, M. MAZZAMUTO, *L'atipicità delle fonti nel diritto amministrativo*, in Dir. amm., 2015, 683 ss.

⁽²⁰⁾ Peculiarità del sistema europeo nell'ambito in esame è, peraltro, la predisposizione di meccanismi di partecipazione prevalentemente rivolti non già ai soggetti privati ma alle autorità che costituiscono la rete di vigilanza macroprudenziale. Su tali elementi ci si soffermerà nel Capitolo Terzo, spec. *sub* § 4.2.

⁽²¹⁾ In argomento, di recente, G. NAPOLITANO, *The transformations of comparative administrative law*, in Riv. trim. dir. pubbl., 2017, 997.

⁽²²⁾ E. BENVENISTI, *The law of global governance*, The Hague, AIL Pocket, 2014, 25; F. BIGNAMI, D. ZARING (a cura di), *Comparative Law and Regulation. Understanding the Global Regulatory Process*, Cheltenham - Northampton, Edward Elgar Publishing, 2016, 2.

⁽²³⁾ Nota E. CHITI, *Le architetture istituzionali della vigilanza finanziaria*, in G. Napolitano (a cura di), *Uscire dalla crisi*, cit., 167, a proposito delle architetture istituzionali nazionali, come queste si inseriscono «in un assetto istituzionale più ampio, che viene consolidandosi nello spazio giuridico globale [e che] è il frutto di un gioco di forze tipico di molti settori del diritto amministrativo globale».

⁽²⁴⁾ H.A. KISSINGER, *The Chance for a New World Order*, NY Times, 12 gennaio 2009: «The nadir of the existing international financial system coincides with simultaneous political crises around the globe. Never have so many transformations occurred at the same time in so many different parts of the world and been made globally accessible via instantaneous communication. The alternative to a new international order is chaos. The financial and political crises are, in fact, closely related partly because, during the period of economic exuberance, a gap had opened up between the economic and the political organization of the world. The economic world has been globalized. Its institutions have a global reach and have operated by maxims that assumed a self-regulating global market. The financial collapse exposed the mirage. It made evident the absence of global institutions to cushion the shock and to reverse the trend. Inevitably, when the affected publics turned to their national political institutions, these were driven principally by domestic politics, not considerations of world orders». Nella scienza giuridica italiana si veda, su tutti, G. AMATO, *Governare l'economia globale. Nella crisi e oltre la crisi*, Firenze, Passigli, 2009, *passim*.

regolatorio, nonché di prassi, forme di intervento e modelli organizzativi e di articolazione dei poteri pubblici. In terzo luogo, le *risposte* regolatorie e istituzionali tendono a loro volta a essere simili ma non identiche: da una parte, come si è notato, «(h)istorical evolution makes clear the (parallel) independent invention and development, in every jurisdiction, of a complex bureaucratic machinery [...] the outcome of ever-increasing public tasks, which require delegation, specialization and expertise, both at the national and the supranational levels»⁽²⁵⁾; dall'altra parte, nondimeno, «the context matters»⁽²⁶⁾, sicché le dinamiche e gli istituti concreti che vanno emergendo non possono che adattarsi all'*humus* storico, politico, sociale e culturale di riferimento, e ai caratteri e invarianti costituzionali nei quali trovano collocazione e sviluppo.

L'approccio macroprudenziale offre un peculiare punto di osservazione dal quale è possibile interrogarsi, nei due paradigmatici e centrali sistemi giuridici assunti a paragone, su convergenze e divergenze delle risposte regolatorie e delle trasformazioni dell'architettura amministrativa di controllo sull'intermediazione finanziaria occorse in esito alla crisi globale, sui mutamenti degli equilibri istituzionali e la crescente tecnificazione e insularità di ampi spazi del governo dell'economia, sui modi attraverso i quali i processi di *rulemaking* e *adjudication* garantiscono un'interlocuzione tra attori pubblici, soggetti regolati e società nel suo complesso alla luce delle rilevanti conseguenze che catastrofici dissesti sistemici determinano per gli equilibri macroeconomici generali e la stessa democrazia⁽²⁷⁾.

Le riflessioni della scienza giuridica italiana sul tema della regolazione macroprudenziale sono state sinora carenti, spingendosi, tutt'al più, a cenni nell'ambito di più ampie ricognizioni circa le trasformazioni occorse nell'architettura di vigilanza in esito alla crisi globale⁽²⁸⁾. Il lavoro che si propone cerca di colmare tale lacuna, nel tentativo di

⁽²⁵⁾ G. NAPOLITANO, *The transformations*, cit., 1016.

⁽²⁶⁾ *IBID*, 1020.

⁽²⁷⁾ H. WILLKE, E. BECKER, C. ROSTÁSY, *Systemic Risk: the Myth of Rational Finance and the Crisis of Democracy*, Frankfurt - New York, Campus Verlag, 2013, spec. 217, i quali giungono a domandarsi: «*Is democracy as a governance mode able and willing to defend itself against financial systemic risk and the underlying irrationality of finance? Three major obstacles come into view. First of all, democracy is a governance mode of nation states whereas the scope, dynamics and risks of the financial system today are global. This basis mismatch of scope and influence puts democracy at a serious disadvantage. Secondly, even within the narrow scope of national jurisdictions, democratic governments and legislative find it hard to withstand the substantial pressure of financial lobbies. Add to this the ideological pressures of conservative political parties [...] and you get surprisingly weak political defense against the aspiration of global finance. Thirdly, the last bastion of democracy, the voters, find the subject of banking regulation boring and they are overwhelmed by the intricacies and complexities of global finances.*».

⁽²⁸⁾ Per una prima panoramica sulla vigilanza macroprudenziale va ricordato il contributo di G. NAPOLITANO, *Legal aspects of macroprudential policy in the United States in the European Union*, Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, 76, giugno 2014. Un bilancio generale delle politiche macroprudenziali nell'UE a seguito dell'avvio del MVU è proposto da E. GUALANDRI, *Single Supervisory Mechanism e politiche macroprudenziali nell'Unione europea*, in Banca impr. soc., 2015, 91. Riferimenti alla

realizzare una prima sistematizzazione delle principali problematiche giuridiche afferenti a questa particolare area e di contribuire in maniera originale alle riflessioni su temi da tempo oggetto del diritto pubblico dell'economia e del diritto amministrativo.

Lo scritto si articola in tre capitoli.

All'interno del primo, vengono analizzate le origini dell'approccio macroprudenziale attraverso una ricostruzione dell'utilizzo del termine a partire dagli anni Settanta e sino alla sua più recente traduzione in precisi indirizzi di *policy* elaborati a livello globale. Sono altresì inquadrati i profili problematici di carattere generale, approfonditi nel prosieguo della trattazione nell'ambito dei singoli ordinamenti prescelti: le finalità dell'azione di controllo e indirizzo a carattere macroprudenziale; le misure nelle quali quest'ultima può trovare estrinsecazione e i profili di tipo procedimentale a esse attinenti; le interazioni e gli assetti di carattere istituzionale che derivano dall'individuazione di un'autonoma funzione di stabilità deputata alla prevenzione del «rischio sistemico». Più in particolare, il capitolo prende le mosse da una ricostruzione delle funzioni di controllo e governo del sistema finanziario che sono state ricondotte al concetto di «stabilità finanziaria», per poi evidenziare come la sua autonoma rilevanza e trasformazione sia derivata da precisi mutamenti della «costituzione monetaria internazionale» e da processi di graduale innovazione delle tecniche creditizie su scala globale.

vigilanza macroprudenziale e al rilievo della stabilità finanziaria nel paradigma regolatorio successivo alla crisi si colgono in D. SICLARI, *Gli intermediari bancari e finanziari tra regole di mercato e interesse pubblico*, Napoli, Jovene, 2012, spec. 3 ss., ove si evidenzia come «(l) a constatata ridotta capacità di analisi dei rischi macroprudenziali ha portato ad una riforma della regolamentazione del sistema finanziario focalizzata sulla supervisione macroprudenziale, quale nuova modalità di controllo pubblico del settore, [...] nell'ambito della quale acquista un rinnovato rilievo l'attività della banca centrale, ove distinta dall'autorità di vigilanza». Più di recente, il tema è stato approfondito nel quadro della disamina della legge delega che aveva previsto l'istituzione del Comitato italiano per le politiche macroprudenziali (su cui v. *infra*, Capitolo Terzo, § 3.3); cfr. L. AMORELLO, G. DI BALSAMO, *Prime osservazioni sulla legge delega che istituisce il Comitato italiano per le politiche macroprudenziali*, in Riv. trim. dir. dell'econ., 2017, 3, 362. Parimenti, il tema generale della stabilità finanziaria è stato limitatamente dibattuto in ambito giuridico; tra i contributi più recenti, M. CLARICH, *Profili giuridici della "sicurezza economica" nell'età della crisi*, in Giur. comm., 2012, 346; G. LO SCHIAVO, *The Role of Financial Stability in EU Law and Policy*, Croydon, Wolters Kluwer, 2017; A. LUI, *Financial Stability and Prudential Regulation. A comparative approach to the UK, US, Canada, Australia and Germany*, London - New York, Routledge, 2017; R. D'AMBROSIO, *La stabilità finanziaria tra gli obiettivi della legislazione dell'Unione su mercati finanziari, SEVIF e Unione bancaria*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2017, 1469. Per le principali coordinate nella letteratura economica, oltre ai contributi citati *infra* al Capitolo Primo, § 2, si vedano A. CROCKETT, *The Theory and Practice of Financial Stability*, Essays in International Finance, 2, 1997; G.J. SCHINASI, *Safeguarding Financial Stability Theory and Practice*, IMF, 2005; G. SCHERF, *Financial Stability Policy in the Euro Zone: the political economy of national banking regulation in an integrating monetary union*, Wiesbaden, Springer Gabler, 2014; A. DI CLEMENTE, *Stabilità finanziaria e rischio sistemico: problemi di stima e di regolazione*, Roma, Canterano, 2016. Per un contributo che sviluppa un'ottica analoga a quella da cui intende prendere le mosse il presente studio, si veda J. KÁLMÁN, *Administrative law aspects of the macroprudential regulation and supervision of the financial intermediary system - normativity, organisation, toolkit*, in Financial and Economic Review, 2016, 27.

Il secondo capitolo ha ad oggetto l'articolazione della funzione macroprudenziale nell'ordinamento statunitense. Si analizzano preliminarmente le trasformazioni del sistema di emissione monetaria e intermediazione creditizia e finanziaria, e l'evoluzione storica dell'organizzazione dell'attività di controllo pubblica sulla finanza privata sino alle soglie della crisi dei mutui *subprime*. La ricostruzione muove quindi ad approfondire l'architettura regolatoria macroprudenziale emersa dal Dodd-Frank Act, trattando i profili istituzionali e organizzativi, la tipologia di poteri di cui dispongono le diverse autorità coinvolte, i procedimenti per l'adozione dei provvedimenti ivi previsti, le forme e i caratteri del sindacato giurisdizionale.

Il terzo e ultimo capitolo è dedicato al frammentario quadro della regolazione macroprudenziale nell'ordinamento europeo. L'elaborato prende le mosse da una ricostruzione del percorso di integrazione monetaria, economica e finanziaria nell'UE, e delle trasformazioni occorse all'architettura di vigilanza sul sistema finanziario, dando specifico rilievo al recente affermarsi di una composita rete di regolazione e vigilanza *microprudenziale* da ultimo sfociata nel progetto di unione bancaria. Sono quindi analizzati gli aspetti caratteristici del pilastro macroprudenziale di tale rete, con un approfondimento della configurazione del Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB), del riparto di competenze per l'applicazione di misure macroprudenziali nel meccanismo unico di vigilanza (MVU), e degli assetti che vanno emergendo, pur con ritardo e incertezze, nell'ordinamento italiano. Si procede quindi a trattare le tecniche di integrazione amministrativa utilizzate per assicurare il coordinamento e la coesione della rete in esame, avendo riguardo agli aspetti organizzativi e procedurali, e alle dinamiche sostanziali incardinate su un'alchimia di *hard* e *soft law*. A completamento della ricostruzione dei profili di *accountability*, il capitolo si sofferma sul problema dei rimedi giurisdizionali, proponendo una panoramica degli orientamenti della Corte di giustizia dell'Unione europea (CGUE) in relazione alla rilevanza di atti privi di forza cogente e alla sindacabilità di decisioni contraddistinte da elevata complessità tecnica, dando specifico rilievo al principio di proporzionalità.

A tale ultimo capitolo seguono le conclusioni, nelle quali sono indicati i risultati dell'analisi e le prospettive per un futuro approfondimento di alcune delle tematiche che potranno solo essere accennate nel presente lavoro.

CAPITOLO PRIMO

ORIGINE E CARATTERI DELLA REGOLAZIONE MACROPRUDENZIALE

«*We are all macroprudentialists now*»

C. BORIO ⁽¹⁾

1. Premessa

Approcci di natura macroprudenziale alla regolazione del sistema finanziario hanno assunto indiscusso rilievo in esito alla recente crisi finanziaria globale ⁽²⁾. La loro emersione costituisce, per vero, la messa a fuoco di problemi da tempo noti nel dibattito relativo al mandato e ai poteri delle banche centrali e delle autorità di vigilanza prudenziale, derivando da un progressivo aggiornamento delle componenti costitutive della «stabilità finanziaria» e delle forme di interventismo pubblico strumentali al suo conseguimento. Pur secondo canoni e indirizzi diversi, infatti, le ricordate istituzioni operano perseguendo la generalissima finalità di contribuire alla continuità del sistema finanziario ⁽³⁾, attraverso l'esercizio di attribuzioni che spaziano dall'erogazione di credito di ultima istanza (*lending of last resort* - LOLR) al controllo sulla solidità dei singoli intermediari e sul buon funzionamento dei sistemi di pagamento.

Tuttavia, in virtù delle rapide trasformazioni dell'attività di intermediazione creditizia culminate negli eventi dell'ultimo decennio, la stabilità sistemica è divenuta oggetto finalistico autonomo dell'azione di governo dell'economia ⁽⁴⁾. In ciò, essa è venuta

⁽¹⁾ C. BORIO, *Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision*, in Banque de France Financial Stability Review, 2009, 31.

⁽²⁾ «*In recent months, the number of policy speeches, research papers and conferences that discuss a macro perspective on financial regulation has grown considerably. There is a growing consensus among policymakers that a macroprudential approach to a regulation and supervision should be adopted [...]. Standard-setting committees have been tasked with working on macroprudential tools [...]*»; così G. GALATI, R. MOESSNER, *Macroprudential Policy: a Literature Review*, BIS Working Paper, no. 337, 2011, 3. Si vedano anche R.M. LASTRA, G. WOOD, *The Crisis of 2007-09: Nature, Causes, and Reactions*, in T. COTTIER, J.H. JACKSON, R.M. LASTRA, *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, Oxford, OUP, 2012, 24, ove si osserva come «*(o)ne of the major 'breakthroughs in the response to the crisis is that a distinction is now made between macro-prudential supervision and micro-prudential supervision*».

⁽³⁾ C.A.E. GOODHART, *The role of Macro-Prudential Supervision*, Federal Reserve Bank of Atlanta 2010 Financial Markets Conference "Up from the Ashes: The Financial System after the Crisis", maggio 2010. Non a caso, un ruolo chiave nell'attribuire rilevanza all'approccio macroprudenziale è stato giocato dalla Bank for International Settlements (Bis), *forum* globale delle banche centrali.

⁽⁴⁾ L'espressione è qui intesa nel senso generico di «*insieme degli atti, delle norme e degli istituti con cui si realizza l'intervento pubblico nella sfera economica*», secondo la definizione proposta da T. PADOA-SCHIOPPA, *Il governo dell'economia*, Bologna, il Mulino, 1997, 7.

sganciandosi dalle tradizionali attribuzioni sopra citate, innescando un processo di riforma nella concezione dell'architettura istituzionale e delle finalità della regolazione che ha trovato sintesi nel paradigma macroprudenziale. Quest'ultimo, secondo una delle prime accezioni che si sono proposte sull'onda di reazione alla crisi finanziaria globale, si identifica in «*the analysis of trends and imbalances in the financial system and the detection of systemic risks that these trends may pose to financial institutions and the economy*»⁽⁵⁾.

Nel paragrafo che segue, si introduce il lettore all'oggetto della presente ricerca partendo dalle diverse declinazioni assunte dal concetto di stabilità finanziaria nell'ambito dell'evoluzione istituzionale e funzionale delle banche centrali e delle autorità di regolazione finanziaria.

Procedendo quindi a una ricostruzione circa l'origine del termine "macroprudenziale"⁽⁶⁾, nel terzo paragrafo sono individuate le ragioni storiche ed economiche per le quali, a partire dalla fine degli anni Settanta del secolo scorso, si è avvertita l'esigenza di riorientare le tecniche di governo della moneta e della finanza per assicurare solidità a un sistema finanziario complesso, integrato orizzontalmente tra i diversi ambiti dell'intermediazione e verticalmente su scala globale, e non riconducibile a rappresentazioni stereotipate.

All'interno del quarto paragrafo, la trattazione muove successivamente ai problemi del presente. In primo luogo, si sviluppa una disamina delle finalità della regolazione macroprudenziale analizzando le diverse dimensioni del «rischio sistemico» e le interazioni con gli ulteriori ambiti regolatori. In secondo luogo, si propone una ricognizione della tipologia di misure ritenute idonee a mitigare tale rischio sulla base dell'esperienza empirica e degli indirizzi di *policy* elaborati a livello globale. Tale disamina consente di approfondire gli elementi *oggettivi* e *finalistici* distintivi della regolazione macroprudenziale, circoscrivendo un primo insieme di interrogativi di ricerca.

⁽⁵⁾ HOUSE OF LORDS - EUROPEAN UNION COMMITTEE, *The Future of EU Financial Regulation and Supervision*, 14th Report of Session 2008-2009, 17 giugno 2009, § 27-28.

⁽⁶⁾ Sul punto, risulta fondamentale la lettura di P. CLEMENT, *The Term "Macroprudential": Origins and Evolution*, BIS Quarterly Review (March), 59-67, 2010; a questo A. si deve un'esaustiva ricognizione circa le origini del termine e dell'evoluzione nel dibattito internazionale, alla quale è stato quindi necessario fare ampio riferimento. Citazioni dello scritto da ultimo citato si hanno in tutti i contributi che hanno analizzato il tema delle origini dell'approccio macroprudenziale; tra i principali, oltre al ricordato ed esaustivo lavoro di G. GALATI, R. MOESSNER, *Macroprudential Policy*, cit., si vedano almeno T. KENÇ, *Macroprudential regulation: history, theory and policy*, in BIS - Monetary and Economic Department, *Macroprudential Policy. A joint CBRT/BIS/IMF conference on "Macroprudential policy: effectiveness and implementation challenges"*, Istanbul, 26-27 October 2015, BIS Papers no. 86, settembre 2016, 13 ss.

All'interno del quinto paragrafo si approfondiscono, infine, gli aspetti istituzionali di carattere generale derivanti dall'affermazione dell'approccio macroprudenziale nel quadro dell'azione di intervento dei poteri pubblici nel governo della finanza privata. Si indagano quindi le diverse astratte opzioni di allocazione delle responsabilità macroprudenziali a partire dal dibattito sulle competenze dell'istituto di emissione. In tal modo, risulta possibile individuare gli elementi *soggettivi* che contraddistinguono la regolazione macroprudenziale, e raggruppare un secondo insieme di interrogativi più direttamente afferenti al tema dell'equilibrio istituzionale tra tecnica e politica nell'ambito in esame.

2. Stabilità finanziaria ed evoluzione del *central banking*

La stabilità finanziaria è comunemente ritenuta scopo essenziale e tradizionale della regolazione di settore, e rappresenta un obiettivo normativamente ora implicito ora esplicito dell'azione delle banche centrali e delle autorità prudenziali - ove da queste separate - nell'esercizio delle rispettive competenze. La locuzione in esame si connota, tuttavia, per il contenuto sfuggente ⁽⁷⁾, che non consente né alla scienza economica di misurarne la consistenza empirica né alla scienza giuridica di coglierne l'effettivo rilievo per l'ordinamento ⁽⁸⁾. In certa misura, può solo osservarsi che le diverse definizioni di stabilità finanziaria proposte in letteratura sono accomunate dal riferimento alla continua e necessaria correlazione tra sistema finanziario ed economia reale, e dell'asservimento del primo allo sviluppo della seconda, raccordo funzionale al cui mantenimento deve supplire in via prioritaria l'azione delle diverse autorità di controllo.

Secondo una prima accezione, la stabilità finanziaria indica una condizione nella quale i mercati finanziari sono capaci di resistere a *shock* di natura endogena ed esogena, «*without giving way to cumulative processes, which impair the allocation of savings to investment*

⁽⁷⁾ «(A)lthough a number of central banks publish financial stability reports regularly, they tend either to avoid the question of how to define financial stability entirely [...] or to explicitly acknowledge the elusiveness of a consistent definition»; cfr. T. PADOA SCHIOPPA, *Central banks and Financial Stability. Exploring a Land in Between*, in ID., *Regulating Finance*, Oxford, OUP, 2004, 20 (trad. it., ID., *Regole e finanza. Contemperare libertà e rischi*, Bologna, il Mulino, 2011).

⁽⁸⁾ Dubitano della rilevanza giuridica del concetto di stabilità finanziaria H. DAVIES, D. GREEN, *Banking on the Future. The Fall and Rise of Central Banking*, Oxford, OUP, 2010, spec. 61. Per un tentativo di definizione, ancorché insoddisfacente in quanto sostanziale parafrasi di altre definizioni adottate da economisti indicate *infra* nel testo, si vedano K. TUORI, K. TUORI, *The Eurozone Crisis. A Constitutional Analysis*, Cambridge, Cambridge University Press, 2014, 5: «*financial stability refers to a situation where the distinct parts of the financial system are able to perform their functions without major disruptions in the financial system or the economy in general*».

opportunities and the processing of payments in the economy»⁽⁹⁾. Secondo questa prospettiva, la condizione di stabilità è verificata laddove il sistema finanziario sia in grado di assicurare l'essenziale ruolo che le economie di mercato vi attribuiscono: la distribuzione efficiente di risorse monetarie scarse tra i diversi agenti economici sulla base delle rispettive esigenze di remunerazione e impiego produttivo dei risparmi, anche attraverso la corretta esecuzione delle transazioni di pagamento e la conseguente certezza degli scambi economici.

In base a un'altra definizione, più sintetica ma concettualmente non distante dalla precedente, la stabilità identifica una situazione nella quale il sistema finanziario «*is capable of facilitating [...] the performance of an economy, and of dissipating financial imbalances that arise endogenously or as a result of significant adverse and unanticipated events*»⁽¹⁰⁾. Anche in questa accezione viene sottolineata la connessione tra stabilità finanziaria ed economia “reale”, e quindi la strumentalità dell'una al corretto funzionamento dell'altra. Tramite questa definizione, peraltro, si introduce un concetto essenziale alla comprensione del fenomeno regolatorio macroprudenziale, che valorizza le due categorie di fonti di instabilità o, come si vedrà, rischio sistemico: quelle di tipo *endogeno*, correlate a sviluppi intrinseci e ciclici dell'attività finanziaria; e quelle di tipo *esogeno*, quali fenomeni tendenzialmente non prevedibili, estranei agli attori e alla materialità del sistema finanziario in senso stretto, e tuttavia capaci di avere un impatto materiale su di esso.

Una terza definizione, infine, assume un'ottica di segno negativo. Riconoscendo che la stabilità può essere definita solo attraverso il suo opposto⁽¹¹⁾, questo è individuato in quello stadio nel quale la *performance* di un sistema economico «*is potentially impaired by fluctuations in the price of financial assets, or in the ability of financial intermediaries to meet their contractual obligations*»⁽¹²⁾. Si tratta di una definizione in certo modo più ristretta rispetto alle precedenti, in quanto concentra la propria attenzione sulle conseguenze per

⁽⁹⁾ T. PADOA-SCHIOPPA, *Central banks*, cit., 22. Si tratta, peraltro, di una definizione generalmente ricondotta alla *policy* ufficiale della BCE almeno sino ai primi anni Duemila.

⁽¹⁰⁾ G.J. SCHINASI, *Defining Financial Stability*, IMF, 2004, WP/04/187. Lo stesso A. ha approfondito tale nozione in un successivo scritto, ove ha proposto la seguente accezione: «*(f) financial stability is defined as the ability of the financial system to facilitate and enhance economic processes, manage risks and absorb shocks. Moreover, financial stability is considered a continuum, changeable over time and consistent with multiple combinations of finance's constituent elements*»; cfr., ID., *Safeguarding Financial Stability*, cit., 77; ma cfr. IBID, 94 ss. per una rassegna di definizioni alternative di stabilità finanziaria.

⁽¹¹⁾ Per una tale prospettiva, si veda anche la definizione di *instabilità* finanziaria proposta da O. ISSING: «*the prevalence of a financial system that is unable to ensure, in a lasting way and without major disruptions, an efficient allocation of savings to investment opportunities*»; in *Monetary and Financial Stability: Is there a Trade-off?*, paper presentato alla conferenza “Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle”, Basilea 28-29 marzo 2003.

⁽¹²⁾ D. CROCKETT, *The theory and practice*, cit., 532.

l'economia in genere derivanti da fluttuazioni di valore degli attivi degli intermediari bancari e finanziari, e degli effetti di queste sulla loro solvibilità. Trascura, inoltre, la natura delle fonti di tali fluttuazioni, di fatto risultando in questa sede non utile a una corretta individuazione del fenomeno regolatorio macroprudenziale.

Nelle fonti europee e nazionali, la locuzione in esame è stata impiegata sempre più di frequente in anni recenti, essenzialmente nell'ambito delle innovazioni apportate all'architettura istituzionale e alle linee portanti della regolazione finanziaria ⁽¹³⁾.

Anteriormente alla crisi globale, un riferimento generale alla stabilità finanziaria si riscontrava già nella formulazione dell'articolo 127(5) del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE): il supporto alla stabilità ha da sempre costituito, infatti, uno fra i c.d. *non-basic task* del Sistema europeo delle banche centrali (SEBC) ⁽¹⁴⁾, ancorché non individuandosi in maniera esaustiva il *quid* di tale attività.

La Banca centrale europea (BCE), dal canto suo, adotta una definizione alquanto estesa di «stabilità finanziaria» all'interno delle proprie pubblicazioni ufficiali in materia, mostrando un chiaro ri-orientamento dell'accezione operativa della stessa verso il paradigma del rischio sistemico in esito all'affermarsi dell'approccio regolatorio macroprudenziale. La citata locuzione è quindi declinata, in termini negativi, come «*a state whereby the build-up of systemic risk is prevented. Systemic risk can best be described as the risk that the provision of necessary financial products and services by the financial system will be impaired to a point where economic growth and welfare may be materially affected. Systemic risk can derive from three sources: an endogenous build-up of financial imbalances, possibly associated with a booming financial cycle; large aggregate shocks hitting the economy or the financial system; contagion effects across markets, intermediaries or infrastructures*» ⁽¹⁵⁾. Si tratta, però, di una definizione che ha subito un significativo mutamento proprio in esito alla crisi globale e all'emersione del paradigma macroprudenziale: al riguardo, valga infatti la considerazione che, sino alla costituzione dell'ESRB e alla prima definizione di un quadro regolatorio macroprudenziale nell'Unione, la definizione di «stabilità finanziaria» invalsa nelle pubblicazioni dell'istituto di Francoforte si riferiva, in senso classico, a quella «*condition where the financial system is capable*

⁽¹³⁾ Per una panoramica d'insieme, *amplius*, R. D'AMBROSIO, *La stabilità finanziaria tra gli obiettivi della legislazione dell'Unione*, cit.

⁽¹⁴⁾ G. LO SCHIAVO, *The role*, cit., spec. 46 e ss. La disposizione citata recita: «*Il SEBC contribuisce ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario*». Su tali aspetti, cfr. comunque *infra*, Capitolo Terzo, § 2.2.

⁽¹⁵⁾ ECB, *Financial Stability Review Publication Index*, in www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html.

of performing well at all of its normal tasks and where it is expected to do so for the foreseeable future» (16).

Quanto ai numerosissimi provvedimenti adottati in esito alla crisi, l'esatta locuzione è impiegata, tra i molti esempi possibili, e ancorché senza indicazioni puntuali in merito al suo significato, nelle previsioni in materia di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento (17), nella disciplina armonizzata dei sistemi di garanzia dei depositanti (18), nonché all'interno dei regolamenti istitutivi delle autorità che compongono il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF) (19).

Nell'ordinamento nazionale, invece, i principali riferimenti al concetto di stabilità si rintracciano all'interno della normativa di derivazione europea relativa alla gestione delle crisi degli intermediari bancari e finanziari (20), e nella decretazione d'urgenza adottata, in linea con quest'ultima, per far fronte a situazioni di dissesto o rischio di dissesto di banche di dimensioni rilevanti tramite impiego di risorse finanziarie pubbliche (21). Non meno importante, ancorché più risalente, è il riferimento alla «*stabilità complessiva [...] del sistema*

(16) ECB, *Financial Stability Review*, no. 1, dicembre 2004.

(17) Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio. Si noti che all'interno di questa sola direttiva, la locuzione è impiegata oltre sessanta volte, a significare il rilievo critico dei regimi di gestione ordinata delle imprese bancarie e finanziarie per la tutela della stabilità sistemica.

(18) Direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi.

(19) Regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico; Regolamento (UE) n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione; Regolamento (UE) n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/79/CE della Commissione; Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione.

(20) Cfr. il d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180, recante Attuazione della direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE), n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio, pubblicato in G.U. 16 novembre 2015, n. 267. La locuzione si rileva negli articoli 1, 14, 18, 21, 22, 40, 50, 69, 74, 103.

(21) Cfr. gli articoli 1, 13 e 22 del d.l. 23 dicembre 2016, n. 237, pubblicato in G.U. 23 dicembre 2016, n. 299, convertito con modificazioni dalla Legge 17 febbraio 2017 n. 15. - Disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio.

finanziario» tra le finalità dell'azione delle autorità creditizie secondo la declinazione adottata, sin dalla sua emanazione, dal Testo unico bancario ⁽²²⁾.

Le brevi notazioni sin qui svolte risultano solo in parte utili nell'ambito di questa ricerca, poiché non consentono di spiegare in che termini essa costituisca obiettivo specifico della regolazione macroprudenziale. Accettata la prospettiva secondo la quale la stabilità costituisce un interesse pubblico meritevole di tutela giuridica in sé alla luce della sua diretta correlazione con, come della sua intrinseca necessità per, l'efficace funzionamento del sistema economico, la nozione rimane come presupposta nel linguaggio legislativo, non diversamente da quanto avviene con altre formule di tipo generale che connotano numerosi ambiti di intervento dei poteri pubblici.

Per i fini di questo studio, si può quindi muovere a un'individuazione del concetto attraverso una disamina delle funzioni che, tradizionalmente, sono state ritenute o sono venute emergendo come strumentali alla sua cura. In tal senso, si volge l'attenzione all'evoluzione istituzionale e funzionale delle banche centrali sì come correlata alle innovazioni che hanno caratterizzato il funzionamento e la dimensione spaziale dell'intermediazione finanziaria e della circolazione monetaria. Gli sviluppi dell'attività di *central banking*, infatti, mostrano i mutamenti che si sono succeduti nella declinazione del concetto di stabilità finanziaria, l'emersione delle diverse funzioni a questa riconducibili, e il modo in cui, da ultimo, essa è venuta ad assumere connotati autonomi rispetto alle sue due componenti tradizionali: la stabilità monetaria, da un lato; la stabilità dei singoli intermediari e del sistema dei pagamenti, dall'altro.

2.1 Il mandato di stabilità delle banche centrali

Nel momento storico corrente, le banche centrali hanno il compito primario - se non unico - di garantire la stabilità dei prezzi attraverso il monopolio dell'emissione di moneta e la conduzione della politica di governo della stessa. Si tratta, tuttavia, di un approdo concettuale recente, apice di un lento e tortuoso percorso che ha condotto ad attribuire a tali "giovani" istituzioni ⁽²³⁾ la funzione di *«imbrigliare e usare al meglio il potere [...] di creare valore dalla carta stampata»*, rispondendo all'interesse pubblico a *«mettere al riparo la creazione di moneta dall'influenza di chiunque abbia interesse a finanziarsi a costo zero»* e

⁽²²⁾ Art. 5 del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 - Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, in G.U. n. 230 del 30 settembre 1993.

⁽²³⁾ Come notato da CAPIE, *«(c)entral banks are relative newcomers to the world of banking. A few, date from the late nineteenth century but the great majority were born in the twentieth century»*; F. CAPIE, *Central Banking*, in Y. CASSIS, C. SCHENK, R. GROSSMAN, *The Oxford Handbook of Banking and Financial History*, Oxford, OUP, 2016, 342.

contrastare l'asservimento della sua creazione a interessi e pressioni, pubbliche o private (24), contrarie «all'esigenza del cittadino di disporre di una "buona moneta"» (25).

Tale percorso può essere brevemente ricostruito nei termini che seguono.

Intorno alla prima metà del XIX secolo, le esigenze dell'economia industriale spinsero verso un aumento dell'offerta di moneta, le cui rigidità, frutto del metallismo puro, incentivarono il perfezionamento di tecniche di pagamento basate sui depositi bancari (26). Al fine di garantirne una sufficiente e stabile diffusione, risultava tuttavia necessario sostenere la fiducia dei depositanti e prevenire fenomeni di *bank run* determinati dalla naturale opacità e illiquidità degli attivi delle banche (27). L'efficacia di tale azione di supporto poteva dispiegarsi solo a prezzo di una rinuncia alla massimizzazione del profitto da parte degli istituti di emissione, in origine tipologicamente indistinti dalle altre banche commerciali e non ancora titolari di un monopolio per la produzione di cartamoneta (28): ciò avrebbe consentito loro di agire in controtendenza rispetto alle spinte restrittive poste in atto dagli altri operatori finanziari in caso di turbolenze diffuse, e, quindi, nel nome dell'interesse collettivo alla stabilità del sistema (29).

Concettualmente, quindi, la banca centrale in senso moderno nacque laddove singoli istituti in origine privati riconobbero e accettarono «la responsabilità di promuovere la stabilità del sistema bancario anche a costo di porre in secondo piano la propria redditività» (30). Questa

(24) In estrema sintesi, va ricordato infatti che le banche centrali sono sorte come banche commerciali con capitale privato, beneficiando, pur con vicende alterne, di un insieme di privilegi garantiti dallo Stato, spesso contraccambiati dall'erogazione continuativa di fondi a sovrani e governi del momento. Per una ricostruzione, si rinvia alle pagine classiche di C.A.E. GOODHART, *The evolution of central banks*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1988 (trad. it. *L'evoluzione delle banche centrali*, Bari, Laterza, 1989), nonché al saggio di J.L. BROZ, *The international origins of the Federal Reserve*, Ithaca, Cornell University Press, 1997. Più di recente, S. UGOLINI, *The evolution of central banking. Theory and history*, London, Palgrave Macmillan, 2017. Per un approfondimento bibliografico in relazione all'evoluzione delle banche centrali negli ordinamenti statunitense ed europeo si rinvia alla bibliografia citata *infra*, Capitolo Secondo § 2 e Capitolo Terzo § 2.

(25) T. PADOA SCHIOPPA, *L'euro e la sua banca centrale. L'unione dopo l'Unione*, Bologna, il Mulino, 2004, 37.

(26) C. GIANNINI, *L'età delle banche centrali*, Bologna, il Mulino, 2004, *passim*.

(27) In linea generale, l'attività bancaria ha come proprio intrinseco effetto quello di trasformare la moneta da bene materiale a diritto di credito e, allo stesso tempo, di crearla. I depositi bancari provocano, in altre parole, una «moltiplicazione della moneta bancaria [...] la cui misura dipende, in assenza di vincoli amministrativi, dalla abitudine del pubblico di detenere biglietti e dalla entità della riserva in biglietti che le banche ritengono necessaria per far fronte alle richieste in contanti da parte dei depositanti»; così, F. CARBONETTI, *Moneta*, Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale, 1985, 19.

(28) R. FILOSA, G. MAROTTA, *Stabilità finanziaria e crisi. Il ruolo dei mercati, delle istituzioni e delle regole*, Bologna, il Mulino, 2011, 22, ove ampi riferimenti bibliografici. Si veda anche, F. CAPIE, *Central Banking*, in Y. CASSIS, C. SCHENK, R. GROSSMAN, *The Oxford Handbook of Banking and Financial History*, cit., 345 ss.

(29) W. BAGEHOT, *Lombard Street: a description of the money market*, Henry S. King & Co., 1873 (trad. it. a cura di L. EINAUDI, *Lombard street: il mercato monetario inglese*, Torino, Cassa di Risparmio, 1986).

(30) Tale evento non ha una collocazione temporale precisa, in quanto dipese, in ciascun paese, da elementi quali il grado di sviluppo economico-finanziario e degli assetti politico istituzionali, nonché dall'effettiva affermazione e legittimazione *come tali* delle banche centrali; cfr. C. GIANNINI, *L'età*, cit., 174 ss.

visione condusse progressivamente all'accentramento dell'attività di emissione e alla graduale adozione su scala mondiale, stabilizzatasi intorno agli anni Trenta del secolo scorso, di un modello istituzionale nel quale un ente centrale svincolato dall'obiettivo del profitto governava i flussi monetari. Tale ente rimaneva sottoposto a un controllo governativo più o meno diretto incline a intensificarsi in frangenti di guerra ⁽³¹⁾, ed esercitava una funzione di stabilizzazione dei prezzi in un sistema nel quale l'impiego dell'oro quale singola ancora fiduciaria assicurava un collegamento piano tra stabilità monetaria e stabilità finanziaria ⁽³²⁾.

Tuttavia, situazioni d'instabilità economica prodottesi tra il secondo e il terzo decennio del Novecento e determinate, tra l'altro, da «*errori nella conduzione della politica monetaria e difetti insiti nel sistema monetario internazionale*» ⁽³³⁾, compromisero l'autonomia e la credibilità delle banche centrali, imponendo, sull'onda lunga della crisi del '29, un intervento massiccio dello Stato per restituire stabilità al sistema bancario e favorire il ritorno alla crescita. Gli anni Trenta del XX secolo videro così «*il ritorno generalizzato ai controlli valutari, il crollo del libero commercio internazionale [...] e l'imposizione quasi ovunque di rigorose regole di controllo dell'attività bancaria che tentarono, con successo, di impedire l'instabilità che la medesima tendeva a manifestare se lasciata ad operare liberamente*» ⁽³⁴⁾; emersero, in sintesi, quelle architetture istituzionali e regolatorie di «lunga durata» che avrebbero accompagnato il Novecento economico in larga parte del mondo Occidentale ⁽³⁵⁾. Frattanto, la maggiore comodità ed elasticità di una circolazione della ricchezza mediante uso congiunto dei biglietti di banca e della moneta scritturale stimolava il progressivo abbandono del metro aureo, e il graduale venir meno della ricordata connessione lineare: la moneta cominciava sempre più a dipendere, in altre parole, dalla sola capacità delle istituzioni statali di garantirne la «bontà» ⁽³⁶⁾.

⁽³¹⁾ F. CAPIE, *Central Banking*, in Y. CASSIS, C. SCHENK, R. GROSSMAN, *The Oxford Handbook of Banking and Financial History*, cit., spec. 346-347.

⁽³²⁾ Sullo sviluppo del *gold standard* a cavallo tra XIX e XX secolo, C.M. MEISSNER, *A New World Order: Explaining the Emergence of the Classical Gold Standard*, NBER Working Paper no. 9233, 2002, spec. 4 ss., il quale ha ricordato come il punto di svolta fu segnato, storicamente, dalle conclusioni della conferenza di Parigi del 1867. Si veda anche L. EINAUDI, *Money and Politics: European Monetary Unification and the International Gold Standard, 1865-1873*, Oxford, OUP, 2001.

⁽³³⁾ R. FILOSA, G. MAROTTA, *Stabilità finanziaria e crisi*, cit., 27.

⁽³⁴⁾ M. DE CECCO, *Liberalizzazione valutaria: riflessioni di un economista*, in *La comunità internazionale: rivista trimestrale della Società Italiana per l'Organizzazione Internazionale*, 1987, 473.

⁽³⁵⁾ La notissima espressione si deve al saggio di S. CASSESE, *La lunga durata delle istituzioni economiche degli anni Trenta*, in AA.VV., *Le istituzioni finanziarie degli anni Trenta nell'Europa continentale*, Collana di ricerche economico-finanziarie promossa dal Banco di Roma, Bologna, il Mulino, 1982, 197.

⁽³⁶⁾ Si veda, in argomento, C. BORIO, *Monetary Policy and Financial Stability: what role in prevention and recovery?*, in P. CATTE, A. GERALI, F. PASSACANTANDO (a cura di), *Money and monetary institutions after the crisis*, Roma,

Nel secondo dopoguerra, l'instaurazione del regime di Bretton Woods, l'ampliamento della dotazione e dell'autonomia tecnica delle banche centrali e condizioni di generale prosperità economica garantirono una, seppur breve, maggiore stabilità monetaria e, per riflesso, del sistema bancario e finanziario. Il nuovo ordine economico e monetario internazionale sancito dagli accordi del 1944 prevedeva l'ancoraggio indiretto delle monete al *gold standard* e la supremazia del dollaro quale valuta globale di riferimento⁽³⁷⁾. Al contempo, l'integrazione dei mercati finanziari in ambito internazionale risultava

Banca d'Italia, 2013. Al riguardo, GOODHART ha sottolineato che, con la fine del *gold standard*, il valore delle banconote dipendeva dal *fiat* statale: «(w)hat did give them value was the fiat of the government, that they were legal tender, especially so for the purpose of tax payments to the government. So, the value of the currency rested on the reputation, power and fiscal rectitude of the governments»; così C.A.E. GOODHART, *Financial Supervision from an Historical Perspective*, in C.A.E. GOODHART, D.P. TSOMOCOS (a cura di), *Financial Stability in Practice. Towards an Uncertain Future*, Edward Elgar, Cheltenham, 2012, 12. Si tratta, in ogni caso, di un'elaborazione concettuale in sé non innovativa, ma peculiare nelle sue forme; già nel 1560, ad esempio, GRIMAUDET tracciava le fondamenta del concetto di sovranità monetaria e del suo intrinseco legame con lo Stato, affermando: «*the value of money depends on the State; that is to say, in a monarchy, upon the prince, and in an oligarchy, upon the State, which alone has the right to coin money, or to have it coined and to stamp a valuation upon its*»; nella versione francese originale, F. GRIMAUDET, *Remonstrances aux Etats d'Angers*, 1560, citato da C. ZIMMERMANN, *A Contemporary Concept of Monetary Sovereignty*, Oxford, OUP, 2017, 9. Questo A. ricorda peraltro come il concetto di sovranità monetaria venne sviluppato proprio per giustificare *ex post* l'esercizio del potere statale in tale ambito (11).

⁽³⁷⁾ Gli accordi di Bretton Woods avevano introdotto un sistema di cambi fissi che constava nell'aggancio del dollaro all'oro a un prezzo di 35 dollari l'oncia e nel cambio fisso delle altre monete nazionali con il dollaro (c.d. *Gold Dollar Exchange Standard*). Tale sistema (*two-tier system*) attribuiva al Fondo Monetario Internazionale (IMF) un ruolo di sorveglianza e intervento a fronte di necessità di riequilibrio. Tale regime era erede di un simile meccanismo imperniato sull'oro che già conformava il sistema internazionale alla fine dell'Ottocento, e che durò sino al 1914, pur in assenza di accordi internazionali che ne formalizzassero il funzionamento; l'assenza di vincolatività, tuttavia, ne determinò il collasso allo scoppio della Prima guerra mondiale. Da un punto di vista economico, i due sistemi si differenziavano alla luce dell'*asset* in cui le monete nazionali potevano essere convertite: ricorda LASTRA che «*the international gold standard relied on gold, while the Bretton Woods regime was to rely upon a two-tier system of convertibility based upon gold and the fixed US dollar value of gold, that is, a system in which the key currency - the US dollar - would be convertible into gold and the other currencies into the key currency*». DE GRAUWE ha evidenziato due delle ragioni che giustificavano tale meccanismo: da un lato, la circostanza che la distribuzione delle riserve di oro non era equilibrata a livello internazionale, poiché gli Stati Uniti ne detenevano circa il 70%; dall'altro, l'idea che tali riserve non fossero comunque sufficienti a far fronte alle esigenze di liquidità avvertite a livello internazionale, specie in uno scenario post-bellico di necessario impulso alla ricostruzione. Si vedano P. DE GRAUWE, *International Money: Post-War Trends and Theories*, Oxford, OUP, 1990, spec. 11 ss.; R.M. LASTRA, *Legal Foundations of International Monetary Stability*, Oxford, OUP, 2006, 348. La letteratura sull'ordine monetario internazionale all'indomani del secondo conflitto mondiale è sterminata; si vedano, almeno, R. TRIFFIN, *Gold and the Dollar*, New Haven, Yale University Press, 1960; ID., *Il sistema monetario internazionale: ieri, oggi e domani*, Torino, Einaudi, 1973; M. BORDO, *The Bretton Woods International Monetary System: an Historical Overview*, in M. BORDO, B. EICHENGREEN (a cura di), *A Retrospective on the Bretton Woods System*, Chicago, University of Chicago Press, 1993; G. GALLAROTTI, *The Anatomy of an International Monetary Regime*, Oxford, OUP, 1995; H. JAMES, *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, Washington - Oxford, IMF-OUP, 1996. Quanto al contributo della scienza giuridica ed economica italiana si ricordano almeno gli scritti di G. PARRAVICINI, *Il sistema monetario di Bretton Woods*, in *Critica economica*, 1947; U. SACCHETTI, *Bretton Woods e i piani monetari internazionali*, Roma, Edizioni italiane, 1947; G. STAMMATI, *Il sistema monetario internazionale*, Torino, Boringhieri, 1973; L. VANDONE, *Il sistema monetario dell'eurodollaro*, Milano, Franco Angeli, 1978; G. SCUDERI, *Il sistema monetario internazionale*, Roma, 1983; F. CESARANO, *Gli accordi di Bretton Woods: la costruzione di un ordine monetario internazionale*, Collana storica della Banca d'Italia, IX, 2000. Di recente, si segnala il volume di B. STEIL, *The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*, Princeton

limitata, con una frammentazione che, in numerose esperienze, comportava l'attribuzione di un ruolo predominante dei poteri pubblici nell'erogazione del credito in ottica di sostegno e indirizzo di un'economia sfiancata dalle conseguenze della guerra ⁽³⁸⁾; il sistema economico internazionale post-bellico era stato invero congegnato ponendo quale obiettivo principale l'aumento degli scambi delle merci, nonché, in via meno immediata, «l'aumento dei flussi internazionali di investimenti e uomini e [...] la repressione dei movimenti speculativi di capitale a breve» ⁽³⁹⁾.

Nonostante i tentativi di assicurare un controllo pervasivo sulle attività finanziarie, l'integrazione finanziaria su scala globale trovò i primi sbocchi nella creazione dell'*Eurodollars market* ⁽⁴⁰⁾, fenomeno alle radici del noto trilemma monetario delle economie aperte in cui si collocano, in un'impossibile convivenza simultanea, mobilità dei capitali, autonomia monetaria e tassi di cambio fissi ⁽⁴¹⁾. Sin dalla fine degli anni Cinquanta, e soprattutto nel corso degli anni Sessanta, l'ordine monetario internazionale mostrò quindi segni di crescente debolezza: se sino al 1959 il disavanzo nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e l'aumento delle riserve in dollari delle banche centrali delle economie avanzate apparivano un fenomeno favorevole e indicativo di un avanzamento del progresso economico nei paesi più sviluppati, gli anni Sessanta segnarono l'accentuarsi della sfiducia verso la moneta globale di riferimento. Tale fase di instabilità monetaria raggiunse il culmine con la decisione degli Stati Uniti di dichiarare inconvertibile l'oro nell'agosto del 1971 ⁽⁴²⁾, cui seguì il brusco passaggio da un sistema di tassi di cambio fissi a uno in cui era il mercato a determinare i rapporti di cambio e i flussi finanziari internazionali.

Questi eventi, qui molto brevemente descritti, segnarono l'inizio di un periodo di grande instabilità monetaria sui mercati mondiali aggravata dagli shock petroliferi del 1973

University Press, 2013 (trad. it. a cura di A. BECCHI, *La battaglia di Bretton Woods: J. Maynard Keynes, Harry D. White e la nascita di un nuovo ordine mondiale*, Roma, Donzelli, 2015).

⁽³⁸⁾ In argomento, di recente, E. ALTAMURA, *European banks and the rise of international finance*, London - New York, Routledge, 2017, spec. 20 ss.

⁽³⁹⁾ M. DE CECCO, *Liberalizzazione valutaria*, cit., 474.

⁽⁴⁰⁾ Cfr. E. ALTAMURA, *European banks*, cit., 16 ss.

⁽⁴¹⁾ T. PADOA-SCHIOPPA, *L'Europa verso l'unione monetaria. Dallo Sme al trattato di Maastricht*, Torino, Einaudi, 1992, 38. In argomento, comunque, si veda, *infra*, Capitolo Terzo, § 1 e letteratura ivi citata.

⁽⁴²⁾ Si veda, G. STAMMATI, *Moneta*, in *Enc. del diritto*, XXVI, Milano, Giuffrè, 1976. Tra i principali segni della crisi del sistema monetario internazionale nel corso degli anni Sessanta del secolo trascorso si ricordano la svalutazione della sterlina e del franco rispettivamente nel novembre 1967 e nel luglio 1969, la rivalutazione - sofferta - del marco nel novembre del 1969, e la decisione canadese, di due mesi antecedenti, di lasciar fluttuare il cambio della moneta nazionale nei confronti del dollaro americano.

e del 1979 ⁽⁴³⁾. A sua volta, l'avvio di un processo di deregolamentazione fortemente favorito dall'affermazione della teoria economica neoclassica ⁽⁴⁴⁾ condusse alla progressiva instaurazione di un sistema finanziario internazionale strettamente interconnesso e incline a dar luogo a crisi innescate dagli andamenti del ciclo finanziario ⁽⁴⁵⁾, nonché alla graduale perdita di una piena sovranità statale sui fenomeni monetari ⁽⁴⁶⁾. Si vedrà più innanzi come tali fenomeni contribuirono a un primo isolamento dell'esigenza di controlli a carattere "macroprudenziale" sul sistema finanziario, sebbene secondo paradigmi ancora lontani dalle declinazioni più recenti.

2.2 Vigilanza e gestione delle crisi

In parallelo all'accentramento dell'attività di emissione, la crescente importanza dell'impiego di tecnologie di pagamento alternative allo scambio di pezzi monetari e fondate sul ruolo attivo delle banche nella trasformazione delle scadenze e nell'ampliamento della base valutaria condusse allo sviluppo di una complessa rete di norme e istituzioni volte a presidiarne la stabilità, inizialmente anche mediante un forte contenimento del tasso di concorrenzialità del sistema.

Nella prima metà del Novecento, numerose banche centrali iniziarono conseguentemente ad assommare su di sé funzioni che, strettamente complementari ai meccanismi di governo della moneta, erano intese a garantire la stabilità del sistema finanziario mediante garanzia della solidità delle sue componenti essenziali. Unitamente considerate, tali attribuzioni assicuravano le condizioni necessarie a permettere il continuo

⁽⁴³⁾ E. GALANTI, *Le banche*, in E. GALANTI, R. D'AMBROSIO, A. V. GUCCIONE, *Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa dall'Unità d'Italia al 2011*, Venezia, Marsilio, 2012, Collana storica della Banca d'Italia, 137.

⁽⁴⁴⁾ F. BRESOLIN, *Cicli del pensiero economico e cicli dell'economia: la politica europea nella crisi*, in L. ANTONINI (a cura di), *La domanda inelastica. Dialogo tra economisti e giuristi sulle dottrine economiche che condizionano il sistema giuridico europeo*, il Mulino, Bologna, 2016, spec. 167 e ss., ove l'A. osserva come gli inizi degli anni Ottanta segnarono l'affermarsi di un «ritorno al "privato", dopo l'ubriacatura del "sociale" negli anni Sessanta e Settanta».

⁽⁴⁵⁾ T. PADOA-SCHIOPPA, F. SACCOMANNI, *Managing a market-led financial system*, in P. B. KENEN (a cura di), *Managing the World Economy: Fifty years after Bretton Woods*, Washington DC, Institute for International Economics, 1994.

⁽⁴⁶⁾ Per quest'ultima conclusione, si richiamano le considerazioni di ZIMMERMANN, il quale, nel ripercorrere gli aspetti che hanno determinato tale (per l'A. solo apparente) erosione della sovranità monetaria statale, ha evidenziato la netta predominanza degli elementi fattuali: «*In addition to legal constraints [...] the factual constraints on the exercise of monetary sovereignty have been thoroughly analysed in the existing literature. The latter is right to point to the increasingly role of global financial markets and to argue that many formal state competences in monetary and financial matters give an impression of regulatory flexibility that states do de facto no longer enjoy*»; tra gli esempi di maggiore interesse per questo lavoro, l'A. cita le influenze dirimpenti sulla capacità statale di creare moneta: «*[n]otes and coins [...] account for no more than approximately 10 per cent of the money supply in developed countries, with various forms of scriptural money, notably Eurocurrencies, and rapidly spreading innovative financial instruments [...] having played an increasingly important role [...] since the onset of economic globalization in the 1960s*». Si veda, C. ZIMMERMANN, *A Revision*, cit., 18.

convogliamento di risorse verso il sistema produttivo, consentendo alla moneta di realizzare linearmente gli scopi che le sono socialmente attribuiti: unità di conto, strumento di conservazione di valore e mezzo di scambio ⁽⁴⁷⁾. Nell'esperienza di diversi paesi, tra cui l'Italia, tali funzioni erano altresì pianamente coniugate a misure di indirizzamento del credito a sostegno delle linee generali di politica economica ⁽⁴⁸⁾.

La prima di tali funzioni constava nel controllo circa il corretto funzionamento di sistemi di pagamento e *clearing houses* ⁽⁴⁹⁾, attività connessa alle origini stesse degli istituti di emissione ⁽⁵⁰⁾. Tali sistemi costituivano e tuttora costituiscono, infatti, l'organizzazione integrata che realizza la funzione di trasferimento del valore monetario ⁽⁵¹⁾. La relativa stabilità garantisce la corretta esecuzione delle transazioni e, per l'effetto, la certezza dei traffici giuridici ⁽⁵²⁾.

La seconda e più nota di tali funzioni, formalizzatasi nella maggioranza degli ordinamenti nei decenni tra le due guerre ⁽⁵³⁾, consisteva nella vigilanza sulla solidità

⁽⁴⁷⁾ T. PADOA-SCHIOPPA, *Global macroprudential regulation*, in S. CLAESSENS, D. EVANOFF, G. KAUFMAN (a cura di), *Macro-prudential Regulatory Policies: The New Road to Financial Stability?*, World Scientific, 2011. Si vedano anche le riflessioni della dottrina economica dell'epoca, tra cui si segnala il pensiero di DELL'AMORE, di recente ripercorso in maniera approfondita in D. SICLARI, *Costituzione e autorità*, cit., 30 ss.

⁽⁴⁸⁾ Sul tema, M. NIGRO, *Profili pubblicistici del credito*, Milano, 1969, spec. 93 e ss.; G. DELL'AMORE, *Economia del risparmio familiare*, Milano, 1972.

⁽⁴⁹⁾ Questa ricostruzione si rinviene, ad es., in E. MONACI, *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, Milano, Giuffrè, 2007, 40 (spec. nt. 86), ove l'A. distingue tra controlli e misure a livello microeconomico, assunti per assicurare la solidità finanziaria dei singoli intermediari, e controlli e misure a livello macroeconomico, nei termini e con i riferimenti di cui nel testo. Sulle mancanze della politica macroeconomica che hanno contribuito allo scoppio della crisi globale, si veda lo studio di P. CATTE, P. COVA, P. PAGANO, I. VISCO, *The role of macroeconomic policies in the global crisis*, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 69, 2010.

⁽⁵⁰⁾ «The fact that payments are finally settled in transfers of a central bank's own liabilities gives it a necessary role in overseeing a country's payments and settlements systems, both internally and externally [...]. Somewhat more arguably, this may also extend to a concern with the risk management and payment and settlement systems of the other major financial markets, for example, for bonds, equities, and, perhaps, commodities, within its purview»; così, C.A.E. GOODHART, D.P. TSOMOCOS, *Analysis of Financial Stability*, in P.L. SIKLOS et al., *Challenges in Central Banking*, cit., 128.

⁽⁵¹⁾ N. DE GIORGI, *La funzione di sorveglianza sul sistema dei pagamenti in Italia*, Banca d'Italia, *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale*, n. 77, 2014, 18; C. GIANNINI, *L'evoluzione del sistema dei pagamenti: una sintesi teorica*, in *Moneta e credito*, n. 162, 1988, 189.

⁽⁵²⁾ La specifica funzione di sorveglianza, a sua volta, è venuta tradizionalmente declinandosi in una serie di sotto-funzioni tra loro interconnesse, comprensive di attività materiali e immateriali complessivamente orientate a realizzare, nel continuo, scambi tra gli utenti. Nel caso italiano, ricorda ad esempio De Giorgi come anche anteriormente all'adozione del testo unico bancario, la Banca d'Italia fosse «in vario modo coinvolta nel regolare funzionamento del sistema dei pagamenti, pur non potendo esercitare all'uopo potestà amministrative. Provvedeva, infatti, alla emissione di cartamoneta (nonché all'annullamento e alla distruzione delle banconote logore o danneggiate), alla gestione della tesoreria statale, all'esercizio delle Stanze di compensazione [...], nonché all'offerta e alla gestione diretta di sistemi di pagamento sia al dettaglio che all'ingrosso»; così, N. DE GIORGI, *La funzione*, cit., 9-10.

⁽⁵³⁾ R. SMITS, *The European Central Bank - Institutional Aspects*, The Hague, Kluwer Law International, 1999, 320, il quale nota la transizione dal «nod and wink» della banca centrale, fondato sull'idea di *club* che pervadeva il consesso dei banchieri-gentleman, alla giuridicizzazione dei poteri di supervisione: «(t)he dependence upon the central bank for liquidity assistance in case of financial difficulties helped to make its role as supervisor acceptable. When, in the 1920s and 1930s, bank failures occurred on a large scale, the legislators intervened and granted powers of

patrimoniale e di liquidità degli intermediari bancari, e nella correlata gestione di eventuali crisi degli stessi.

Le radici profonde di tali responsabilità si correlavano all'assunzione da parte delle banche centrali del ruolo di *lender of last resort*, ossia del compito di offrire credito di ultima istanza a fini di stabilità sistemica in accordo ai tre principi cardine della nota dottrina elaborata da Thornton e Bagehot⁽⁵⁴⁾: «*prevent temporarily illiquid but solvent banks from failing [...] lend as much as is necessary [...] but charge a high rate of interest [...] accommodate anyone with good collateral, valued at pre-panic prices*»⁽⁵⁵⁾. L'attività di «vigilanza» sugli intermediari bancari nacque, in altre parole, quale forma di controllo della bontà dei crediti commerciali che le banche utilizzavano per garantire le diverse operazioni monetarie e creditizie che intercorrevano con la banca centrale⁽⁵⁶⁾, ovvero come meccanismo per assicurare la redimibilità delle banconote emesse in un sistema di produzione diffusa di mezzi di pagamento⁽⁵⁷⁾. Parimenti, a seguito della crisi del 1929, numerosi ordinamenti adottarono discipline modellate in maniera parzialmente distinta dalle direttrici generali della gestione delle crisi di impresa e volte ad assicurare la continuità della funzione bancaria a fronte dell'espulsione dal mercato di intermediari non più in grado di operarvi⁽⁵⁸⁾.

regulation and enforcement to the supervisory authorities (whether the central banks or separate bodies specially set up for supervision purposes)».

⁽⁵⁴⁾ H. THORNTON, *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, 1802; W. BAGEHOT, *Lombard Street*, cit.

⁽⁵⁵⁾ R.M. LASTRA, *Legal Foundations*, cit., 114; l'A. aggiunge inoltre che «(f)inally, the central bank should make its readiness to lend clear in advance».

⁽⁵⁶⁾ C.A.E. GOODHART, *Financial Stability from an historical perspective. Was the development of such supervision designed, or largely accidental?*, in D.G. MAYES, G.E. WOOD (a cura di), *The Structure of Financial Regulation*, Abingdon, Routledge, 2006, 43.

⁽⁵⁷⁾ Il riferimento è al sistema bancario americano, su cui v. *infra*, Capitolo II, § 2.1.

⁽⁵⁸⁾ Così già R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, cit., 799. La letteratura sulla crisi degli intermediari bancari e finanziari è amplissima: specie a seguito degli eventi successivi alla *debacle* finanziaria degli ultimi anni Duemila, gli studi in materia hanno trovato ulteriore impulso, anche alla luce dello sviluppo di un complesso quadro normativo, tanto in sede europea e internazionale, volto a prevenire situazioni di patologia insolvenza o illiquidità delle imprese bancarie e finanziarie, con conseguente emergenziale ricorso a salvataggi pubblici particolarmente onerosi per i contribuenti. Per una panoramica su questi sviluppi, si vedano almeno E. HÜPKES, *“Form Follows Function” - A New Architecture for Regulating and Resolving Global Financial institutions?*, in *European Business Organization Law Review*, 2009, 369; R.M. LASTRA (a cura di), *Cross-border bank insolvency*, Londra, OUP, 2009; P. SESTER, *Towards a transnational bank restructuring law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2010, 512; D. SCHOENMAKER, *Banking Supervision and Resolution: the European Dimension*, in *Law and Financial Market Review*, 2012, 52; R. DE WEIJS, *Too Big to Fail as a Game of Chicken with the State: What Insolvency Law Theory Has to Say about TBTF and Vice Versa*, in *European Business Organization Law Review*, 2013, 201; L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in AA.VV., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale, 2014, 147.

Sebbene in taluni casi questi sviluppi comportarono l'istituzione di autorità formalmente distinte dalle banche centrali ⁽⁵⁹⁾, queste ultime nondimeno conservarono un ruolo di primo piano nel mantenimento della stabilità finanziaria anche in situazioni di crisi, alla luce delle loro potestà di emissione monetaria ⁽⁶⁰⁾.

Nel particolare caso dell'ordinamento italiano, peraltro, l'assoggettamento al sistema amministrativo della legge bancaria del '36 segnò *«l'attribuzione del controllo, e spesso della direzione, su di esse, ad amministrazioni dello Stato [...] o ad esso collegate [...]*», cui si accompagnava la contemporanea proprietà statale di larga parte degli intermediari bancari e assicurativi e la natura pubblicistica delle borse valori ⁽⁶¹⁾: come si è osservato, quindi, tanto la legislazione amministrativa atta a realizzare il controllo sulle attività finanziarie strumentale all'appropriato governo della moneta quanto le diversificate forme di proprietà pubblica delle imprese bancarie furono *«le due leve per perseguire più interessi pubblici essenziali, intimamente correlati: la stabilità ed indirizzabilità, da parte del potere politico-amministrativo, soprattutto a fini di stabilità, del settore bancario e assicurativo ed il controllo del buon funzionamento dei mercati mobiliari; il tutto in funzione di tutela del risparmio di massa»* ⁽⁶²⁾.

Parte di un ordine economico e finanziario scarsamente integrato su scala sovranazionale e indirizzato entro marcate linee di intervento pubblicistico agganciate a una dimensione nazionale, tali funzioni consentivano, in ultima analisi, di *«saldare i controlli sul piano macroeconomico e i controlli sul piano microeconomico in un tutt'unico, all'interno del quale la finalità di stabilità del sistema era indistinguibile dalla finalità di stabilità degli intermediari»* ⁽⁶³⁾.

3. L'emersione dell'approccio macroprudenziale

Le osservazioni svolte sin qui consentono di rilevare come la stabilità finanziaria abbia costituito, per lungo tempo, fine complessivo ma concettualmente non autonomo dell'azione di governo dell'economia da parte di una rete di pubblici poteri al cui centro

⁽⁵⁹⁾ Fu questo il caso di paesi quali Canada, Germania, Danimarca, Norvegia, Svezia e Svizzera; soluzioni intermedie vennero invece adottate in Belgio e Francia, dove permanevano tuttavia stretti collegamenti tra autorità prudenziali e banca centrale. Si vedano, C.A.E. GOODHART, D.P. TSOMOCOS, *Analysis of Financial Stability*, in P.L. SIKLOS, M.T. BOHL, M.E. BOHAR (a cura di), *Challenges in Central Banking: The Current Institutional Environment and Forces Affecting Monetary Policy*, Cambridge, Cambridge University Press, 2010, spec. 125-126.

⁽⁶⁰⁾ Come si è osservato, infatti, *«there is no other institution besides the central bank that can create liquidity in a crisis, and injections of liquidity are frequently a prerequisite for financial management»*; C.A.E. GOODHART, D.P. TSOMOCOS, *Analysis*, cit., 128.

⁽⁶¹⁾ S. AMOROSINO, *La regolazione pubblica delle banche*, Padova, Cedam, 2016, 7.

⁽⁶²⁾ *IBID*, 8.

⁽⁶³⁾ L. TORCHIA, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, Cedam, 1992, 355-356.

si collocavano le banche centrali. All'interno di tale concetto unitario trovavano spazio attribuzioni molteplici e tra loro integrate: l'emissione e il governo dei flussi monetari; il controllo sulla stabilità patrimoniale degli intermediari bancari; la gestione di crisi di liquidità o di fattispecie di insolvenza degli stessi intermediari; la sorveglianza sulla funzionalità dei sistemi di pagamento. Nel quadro di un sistema connotato da un forte ancoraggio domestico, i fenomeni di instabilità risultavano normalmente confinati e quindi governabili entro la giurisdizione statale.

Tuttavia, tra la fine degli anni Settanta e l'inizio degli anni Ottanta del secolo scorso, mutamenti significativi degli equilibri economici e monetari internazionali determinarono una definitiva trasformazione della «costituzione monetaria internazionale». Gli elementi chiave di questa, secondo quello che è stato definito *«the old concept of central banking»* ⁽⁶⁴⁾, e, di riflesso, della stabilità finanziaria, erano - come visto - essenzialmente quattro: il triplice ruolo di controllo e governo delle banche centrali, teso alla tutela della moneta; l'esistenza di un ancoraggio monetario internazionale diretto e indiretto rappresentato da una *commodity* aurea; la definizione ampia del mandato delle banche centrali, tale da garantire loro significativi margini di discrezionalità operativa, accresciuti dal diffuso affermarsi della dottrina della loro necessaria indipendenza; la dimensione prettamente domestica del sistema di produzione e intermediazione monetaria ⁽⁶⁵⁾.

Il definitivo tramonto dell'epoca di ancoraggio della moneta al "tallone aureo", l'abolizione dei vincoli alla circolazione dei capitali, l'avvio di un processo di deregolamentazione del sistema finanziario legato a significative trasformazioni nell'ordine politico interno di alcune giurisdizioni-chiave e la consistente crescita dell'indebitamento del settore pubblico e privato in una dimensione sempre più transnazionale ⁽⁶⁶⁾, posero fine al lineare rapporto tra denaro, credito e stabilità quali

⁽⁶⁴⁾ T. PADOA-SCHIOPPA, *Global Macroprudential Regulation*, cit., 12.

⁽⁶⁵⁾ *IBID*, 12-13.

⁽⁶⁶⁾ GOODHART e TSOMOCOS hanno evidenziato come, nella fase storica che seguì il secondo conflitto mondiale, si verificò una costante espansione del debito pubblico, larga parte del quale era detenuto da intermediari bancari, e aggiungono che *«(t)he need to make room for such debt, and the rise of socialist command and control ideology, led to the imposition of direct credit controls. Such controls, in the context of postwar rebuilding and balance of payment problems, generally directed such limited credits to the private sector to the largest, long-established manufacturing and export sectors. This was not, in general, an efficient way to allocate scarce capital, but it did have the merit that banks subject to direct controls bore little credit risk, and were predominantly safe, somewhat akin to nationalized utilities»*; così, C.A.E. GOODHART, D.P. TSOMOCOS, *Analysis*, cit. 127.

elementi collegati e riconducibili all'alveo delle funzioni delle banche centrali nazionali ⁽⁶⁷⁾, ridefinendo contorni e confini della sovranità monetaria ⁽⁶⁸⁾.

Tale momento storico segnò, non a caso, il punto di emersione della visione “macroprudenziale”, sebbene ancora in una fase del tutto embrionale e lungi dal divenire elemento portante, come in anni recenti, delle prospettive della regolazione finanziaria. Su tali sviluppi occorre adesso soffermarsi, analizzando più dettagliatamente l'apparire nel dibattito internazionale del termine e della prospettiva “macroprudenziale”, sono alla sua definitiva affermazione in esito alla crisi finanziaria globale.

3.1 I primi riferimenti

A quanto è dato sapere, il termine “macroprudenziale” è stato impiegato per la prima volta nel corso di una sessione del giugno 1979 della c.d. Commissione Cooke, antesignana della Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) della BIS ⁽⁶⁹⁾. Il neologismo compare in un passaggio in cui si evidenziava l'emersione di rischi per la stabilità finanziaria e gli equilibri macroeconomici dati dalla crescente offerta di credito verso i paesi in via di sviluppo da parte di intermediari bancari attivi su scala internazionale ⁽⁷⁰⁾. Il termine è altresì ripetuto in un *report* coevo dedicato alla tematica della trasformazione delle scadenze nell'attività bancaria internazionale, in cui si individuava una potenziale fonte di rischi *sistemici* nella crescente interconnessione tra intermediari in ambito sovranazionale ⁽⁷¹⁾.

⁽⁶⁷⁾ «[...] some elements that importantly constituted a consistent set of characteristics were loosened and, in some way, lost their unity. There was a degree of unbundling of the triad that I have described. There was a loosening of the international consistency of the monetary order. There was a complete unbundling of what I call the single jurisdiction. And there was a certain loss, at least in my view, of the wisdom that was embodied in the generic formulation of the mandate of the central bank»; T. PADOA-SCHIOPPA, *Global Macroprudential Regulation*, cit., 14.

⁽⁶⁸⁾ Si condivide qui l'opinione di chi ritiene che il concetto di sovranità monetaria «incorporates and expresses both more general value like democracy, equality, accountability, and legitimacy, and more specific ones like economic development, the maximization of global welfare, the maintenance of financial integrity, as well as the promotion of financial and monetary stability»; cfr., C. ZIMMERMANN, *A Contemporary Concept*, cit., 24.

⁽⁶⁹⁾ P. CLEMENT, *The Term*, cit. La c.d. *Cooke Committee* deve il nome dal suo *chair*, Peter Cooke. Venne creata nel 1974 in seguito al crollo della banca tedesca Herstatt Bank, e al suo lavoro si deve la prima versione del concordato di Basilea, adottato nel 1975 ma pubblicato solo nel 1981. Per un riferimento recente alla *Cooke Committee*, si veda S. INGVES, *The evolution of the Basel Committee. Welcome and keynote address at a symposium to mark 25 years of the Basel Capital Accord 25 years of international financial regulation: challenges and opportunities* Basel, 26 settembre 2013, in www.bis.org/speeches/sp130926.pdf.

⁽⁷⁰⁾ *Informal Record of the 16th meeting of the Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices held in Basel on 28 and 29 June 1979* (BS/79/42), Archivi BIS, file 2. Vi si afferma che «microeconomic problems (which were of concern to the Committee) began to merge into macro-economic problems (which were not) at the point where micro-prudential problems became what could be called macro-prudential ones»; cfr., P. CLEMENT, *The Term*, cit., 59.

⁽⁷¹⁾ Il termine compare nel titolo di una sottosezione del *report* intitolata ai «macro-prudential risks inherent in maturity transformation in banks' international business». Nel *report* si osservava quanto segue: «In addition to the risk of liquidity difficulties for individual banks there is the possibility of strains arising in the international banking system as a whole that cannot necessarily be perceived from the perspective of an individual bank and the maturity structure of its balance

Nel medesimo periodo, la Standing Committee on the Euro-Currency Market della BIS venne incaricata di individuare delle tecniche regolatorie che consentissero di controllare il mercato interbancario c.d. “Euro-currency” (o *Euro-dollar*) e di monitorare l’espansione dell’offerta di credito a livello internazionale secondo un approccio “macro”⁽⁷²⁾. Il dibattito all’interno del gruppo di studio che si occupò del tema vide fronteggiarsi due posizioni, rispettivamente favorevole e contraria all’impiego di misure prudenziali atte a incidere sul capitale degli intermediari bancari di maggiori dimensioni allo scopo di contenere sviluppi che involgevano forme di incontrollata trans-nazionalizzazione del credito⁽⁷³⁾. Nel *report* finale⁽⁷⁴⁾, la linea contraria prevalse alla luce della netta opposizione della Cooke Committee⁽⁷⁵⁾, mentre, senza successo, venivano avanzate alcune timide proposte volte all’istituzione di meccanismi di raccolta di dati aggregati presso la BIS sull’esposizione creditizia delle maggiori banche attive su scala globale.

sheet. This type of ‘macro-prudential’ risk is in part related to the nature of the international banking market itself where the original suppliers of funds are linked to the end-user through an elaborate network of interbank transactions». Questo passaggio è riportato da P. CLEMENT, *The term*, cit., 60. Il *report* cui si riferisce l’A. è numerato BS/79/44.

⁽⁷²⁾ Tale compito venne affidato a un gruppo di studio presieduto dall’economista belga-ungherese Alexandre Lamfalussy. Si veda, I. MAES, *On the origins of the BIS macro-prudential approach to financial stability: Alexandre Lamfalussy and financial fragility*, Working Paper Research, no. 176, De Nationale Bank van België, ottobre 2009, spec. pp. 275-276. Per una disamina del ruolo giocato da LAMFALUSSY nella disseminazione dell’approccio macroprudenziale negli indirizzi di *policy* delle principali autorità internazionali si veda anche la voce a lui dedicata in L. ROCHON, S. ROSSI, *The Encyclopedia of Central Banking*, Edward Elgar Publishing, 2015, 291.

⁽⁷³⁾ Ciò in considerazione della necessità di coniugare con il tradizionale approccio microprudenziale, «*prudential considerations with a wider perspective*», e di tener ancora conto di «*problems that bear upon the market as a whole as distinct from individual bank, and which may not be obvious at the micro-prudential levels*»; tale possibilità fu oggetto di uno studio della BANK OF ENGLAND, *The use of prudential measures in the international banking markets*, 24 ottobre 1979.

⁽⁷⁴⁾ *Report of the Working Party on possible approaches to constraining the growth of banks’ international lending*, 29 febbraio 1980. Cita il contenuto di tale *report*, MAES, *On the origins*, cit., 279, il quale sottolinea come l’ECSC si limitò a richiamare l’attenzione sulla necessità di assicurare un’efficace supervisione sul sistema bancario internazionale, ridurre le disegualianze nelle condizioni concorrenziali tra gli intermediari e monitorare gli sviluppi del sistema bancario internazionale, anche attraverso un miglioramento della tempestività e qualità delle segnalazioni statistiche dirette alla BIS.

⁽⁷⁵⁾ La proposta che era stata discussa all’interno del gruppo Lamfalussy riguardava l’impiego di due misure: riserve di bilancio per prestiti involontariamente riscadenzati, e *capital ratios* che prevedessero una qualche forma di penalizzazione delle esposizioni internazionali (così, I. MAES, *On the origins*, cit., 279). Interessata dal gruppo guidato da LAMFALUSSY, la commissione elaborò un documento nel quale si sosteneva che le due misure di carattere prudenziale che si sarebbero intese imporre per finalità ‘macro’ «*would be technically difficult to implement at the national level and, on the basis of experience to date, both would be difficult to justify on prudential grounds*»; si metteva in luce, ancora, il rischio di un conflitto tra le diverse finalità dei due approcci, sottolineandosi che i due strumenti non sembrava potessero davvero esser capaci di «*exercise much constraining influence on banks’ international lending beyond what would be achieved by effective prudential controls on individual banks applied on a consolidated basis*». Riferimenti a tale documento della commissione Cooke si trovano in P. CLEMENT, I. MAES, *The BIS and the Latin American debt crisis of the 1980s*, in M.G. MOLINA, H. TRAUTWEIN (a cura di), *Peripheral Visions of Economic Development. New frontiers in development economics and the history of economic thought*, Oxon-New York, Routledge, 2016.

Nella fase primigenia della sua storia, il termine “macroprudenziale” indicava quindi un orientamento generale di *policy* che caldeggiava l’adozione di una visione sistemica della regolazione e della supervisione finalizzata al monitoraggio e al contenimento di fenomeni di tipo macroeconomico connessi all’espansione dei volumi di credito su scala internazionale⁽⁷⁶⁾, difficilmente governabili attraverso misure domestiche.

Va ricordato, al riguardo, che nella seconda metà degli anni Settanta, alcune tra le maggiori preoccupazioni in ordine agli equilibri macroeconomici globali riguardavano il crescente indebitamento dei paesi in via di sviluppo - specie dell’America latina - e la breve durata dei prestiti loro concessi da intermediari stabiliti in giurisdizioni a economia avanzata⁽⁷⁷⁾. Tuttavia, era allora prevalente una visione ottimistica, secondo la quale i più significativi intermediari bancari attivi su scala internazionale «*svolgevano un importante servizio di intermediazione, “riciclando” nei paesi in via di sviluppo i surplus dei proventi petroliferi dei paesi Opec*»; gli intermediari “sistemici” erano quindi coinvolti in maniera crescente all’interno di tale circuito creditizio in quanto si riteneva avessero «*l’esperienza necessaria in materia di erogazione e monitoraggio del credito per potersi impegnare nella concessione di ingenti prestiti nell’area dell’America latina e in molti altri paesi, beneficiando di larghi margini di guadagno*»⁽⁷⁸⁾. I tempi non apparivano quindi ancora maturi, e i pericoli a tal punto consistenti, per un rafforzamento delle regole di condotta e di contenimento dei meccanismi di propagazione del rischio creditizio su base transfrontaliera.

Anche per tali ragioni, sino alla prima metà degli anni ’80 il limitato dibattito sulla regolazione macroprudenziale rimase confinato entro una cerchia ristretta: il termine “*macroprudential*” compariva di rado in documenti della BIS non destinati alla pubblicazione, segno della riluttanza a un’ibridazione delle finalità della regolazione prudenziale. D’altro canto, tali cautele evidenziavano come le autorità internazionali fossero largamente sfavorevoli all’imposizione di requisiti di capitale, vincoli di portafoglio e restrizioni nelle esposizioni verso paesi diversi da quello di incorporazione

⁽⁷⁶⁾ G. GALATI, R. MOESSNER, *Macroprudential policy*, cit., 4, citando C. BORIO, *Implementing the macroprudential approach*, cit., 32, che ha parlato appunto di «*systemic orientation of regulation and supervision linked to the macroeconomy*».

⁽⁷⁷⁾ In un discorso del 1976, Lamfalussy, presidente dell’ECSC, si dichiarò particolarmente preoccupato da tali sviluppi: «*De mes trois premiers points - le développement continu (des crédits), l’extension des risques à un grand nombre de pays et le changement dans la nature des crédits -, je retiens la conclusion que le problème des risques devient urgent*». A. LAMFALUSSY, *La Centralisation des Risques Bancaires*, 9 dicembre 1976, Luxembourg, BISA, file 7.17 - Speeches, p.5; il passaggio è citato in I. MAES, *Alexandre Lamfalussy et les tentatives de la BRI pour éviter un endettement excessif en Amérique latine dans les années 1970*, in *Histoire Économie & Société*, 2011, p. 59.

⁽⁷⁸⁾ C.M. REINHART, K.S. ROGOFF, *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*, il Saggiatore, 2010, 45.

per finalità “dirigistiche”, ovvero di controllo della concessione di credito da parte delle banche ⁽⁷⁹⁾.

Una prima apparizione pubblica del termine si registrò solo nel 1986, all’interno del *Cross Report* ⁽⁸⁰⁾: in questo si rintraccia un’iniziale definizione delle finalità della “*macroprudential policy*”, indicate nella promozione della stabilità e affidabilità del sistema finanziario in genere e dei sistemi di pagamento ⁽⁸¹⁾. Il documento è di significativo rilievo per tre ragioni: in primo luogo, distingueva tra aspetti di interesse delle banche centrali e aspetti di pertinenza delle autorità di vigilanza nazionali; in secondo luogo, individuava quale fonte di instabilità di cui la *macroprudential policy* avrebbe dovuto tener conto i fenomeni dell’innovazione finanziaria e della crescente integrazione, ai primi ricollegabile, dei mercati finanziari globali anche al di là del perimetro direttamente sorvegliato dalle autorità micro ⁽⁸²⁾; infine, conteneva importanti riferimenti alle radici dell’instabilità sistemica di cui l’ultima crisi finanziaria globale è stata epilogo e al ruolo che le banche centrali avrebbero potuto giocare in tale contesto ⁽⁸³⁾.

⁽⁷⁹⁾ L’opportunità di adottare una prospettiva che valorizzasse tali strumenti in ottica di contenimento dei rischi di liquidità non limitati a una visione “micro” era invece messa in luce nel documento della Bank of England citato in precedenza nel testo, ove si sottolineava appunto come misure prudenziali della specie «*could be a useful approach to ensure that the growth of international lending markets is soundly based*», e che l’influenza sui volumi di credito concesso sarebbero stati sostanzialmente contenuti. Un chiaro esempio di tale cautela è l’episodio dell’espunzione da un comunicato stampa dell’aprile 1980 successivo al *meeting* dei governatori delle banche centrali del G-10, di una frase nella quale si invitavano le autorità di vigilanza sul sistema bancario a «*take the macro-prudential view into account*»: in quella occasione, si temeva che un tale invito potesse esser percepito come una critica all’operato delle autorità nazionali di vigilanza; riporta questo passaggio P. CLEMENT, *The Term*, cit., 61, il quale afferma espressamente che tale frase venne rimossa dal comunicato finale «*as some felt it might give the impression that the work of the supervisory authorities had been inadequate*».

⁽⁸⁰⁾ BIS, *Recent innovations in international banking*, 1986, reperibile all’indirizzo www.bis.org/publ/ccsc01.htm. Il *report* fu il risultato di un gruppo di lavoro guidato da Sam Y. Cross della Federal Reserve Bank of New York, il cui compito era stato indicato nell’esaminare «*recent innovations in, or affecting, the conduct of international banking*».

⁽⁸¹⁾ BIS, *Recent innovations in international banking*, 2: «*[...] macro-prudential policy (that is, the safety and soundness of the broad financial system and payment mechanism)*».

⁽⁸²⁾ IBID, 233. Sembra utile riportare l’intero passaggio dal quale si desumono gli elementi accennati nel testo: «*We turn now to some of the macro-prudential policy implications of the developments described in [...] this Report, that is, their implications for the overall stability and structure of the financial system and for central banks’ responsibilities for that system. Issues relating to the prudential supervision of individual financial institutions are not examined in detail here, although the innovations considered in this Report have important implications for supervisors - not least in ensuring that individual institutions recognise, report and control the various risks they are undertaking. However, insofar as these issues relate to the supervision of banks, they are being considered separately by the Basle Supervisors’ Committee. The aim here is to consider how the innovations which are taking place, and the forces shaping them, may be changing not only for the risks undertaken by various parts of the financial system, but also for the potential for systemic risks arising from them and the changing structure of the financial system*».

⁽⁸³⁾ IBID, 243-244. Sembra anche qui opportuno riportare un preciso passaggio del *report*, che esprime quanto sinteticamente accennato nel testo: «*The two main themes [...] have been the need for central banks and banking supervisors to concern themselves more with: (a) the implications of the changes taking place in the financial system [...]; and (b) the blurring of distinctions between banks and other financial institutions that operate outside the traditional banking system [...]. Both lead to questions about the scope of the central banks’ role in providing the ultimate support to the financial system and the interrelationship between that role and prudential supervision*».

3.2 L'affermazione dell'approccio macroprudenziale

Seguendo l'impostazione tracciata nel *Cross Report*, a partire dalla seconda metà degli anni '90 e con maggior intensità dopo la crisi delle economie asiatiche del 1997, la frequenza con la quale il termine “*macroprudential*” venne impiegato in documenti pubblici e ufficiali crebbe significativamente ⁽⁸⁴⁾. Alle soglie del nuovo millennio, peraltro, il dibattito sull'adozione di un approccio macroprudenziale si diffuse anche oltre il *forum* delle banche centrali e l'ambito di stretto riferimento dell'intermediazione creditizia: riferimenti all'analisi macroprudenziale si rintracciano, ad esempio, in un *report* dell'IMF dedicato alla stabilità del sistema finanziario ⁽⁸⁵⁾, cui seguì l'elaborazione di criteri di valutazione di vulnerabilità dei sistemi finanziari di singoli paesi significativamente denominati *macroprudential indicators* (MPIs) ⁽⁸⁶⁾. Ancorché senza una precisa contestualizzazione in ordine al suo significato, ancora, il termine *macroprudential* venne impiegato dall'ex governatore della FED Alan Greenspan durante un'audizione innanzi al Congresso dedicata al mercato dei derivati, nel corso della quale venne fatto riferimento a ondivaghi «*macroprudential purposes*» che avrebbero giustificato la raccolta di dati sulle transazioni relative a tali strumenti finanziari ⁽⁸⁷⁾.

⁽⁸⁴⁾ Fra i documenti resi pubblici nei quali il termine è impiegato si veda, ad esempio, il *report* del 1992, *Recent developments in international interbank relations* (c.d. *Promisel Report*, disponibile all'indirizzo www.bis.org/publ/ecsc02.htm), nel quale si analizzano le interazioni tra gli intermediari sul mercato dei derivati, e le connesse implicazioni di carattere macroprudenziale. Il *report* si conclude osservando, tra l'altro, che «*market participants, central banks and other supervisory and regulatory bodies must have a full understanding of rapidly evolving wholesale financial market activities and of the risks faced individually and collectively by various participants in them. (...) priority ought to be given to developing a more profound understanding than now exists of which concepts would be of greatest relevance from the macro-prudential perspective and of which data would best measure and elucidate those concepts*» (p. 38). Risulta di grande interesse, in tale ottica, anche il successivo *Brockmeijer Report* del 1995, dedicato alle problematiche connesse alla scarsa trasparenza del mercato dei derivati («*Issues related to the measurement of market size and macroprudential risks in derivatives markets*»), cui fece seguito il c.d. *Yoshikuni Report* del 1996.

⁽⁸⁵⁾ IMF, *Toward a framework for a sound financial system*, 1998. Nel documento, come ricordato da CLEMENT (op. ult. cit., 63), si osserva quanto segue: «*Effective bank supervision must be seen by banks as a continuous presence. This is mainly achieved through off-site monitoring, both micro- and macro-prudential in scope. [...] Macro-prudential analysis is based on market intelligence and macroeconomic information, and focuses on developments in important asset markets, other financial intermediaries, and macroeconomic developments and potential imbalances*».

⁽⁸⁶⁾ Sul tema, si veda il documento dell'IMF, *Macroprudential indicators of financial system soundness*, Occasional Paper no. 192, aprile 2000, disponibile all'indirizzo www.imf.org/external/pubs/ft/op/192/OP192.pdf. Gli MPIs sono definiti, in senso lato, come «*indicators of the health and stability of financial systems*», e sono considerati «*critical in producing reliable assessments of the strengths and vulnerabilities of financial systems as part of IMF surveillance, and to enhancing disclosure of key financial information to market information to markets*».

⁽⁸⁷⁾ *Testimony by ALAN GREENSPAN before the Subcommittee on Telecommunications and Finance of the Committee on Energy and Commerce - U.S. House of Representatives*, 1994 WL 818208, 3: «*A second important challenge is to improve the transparency of derivatives activities. Accounting, public disclosure, and regulatory reporting requirements have fallen far behind developments in the marketplace. Improvements in public disclosure would aid derivatives participants in assessing the creditworthiness of their counterparties and would allow shareholders to gauge more accurately the effects of derivatives activities on public companies' risks and returns. Regulatory reporting also must be strengthened. This includes reporting to financial regulators for purposes of assessing the safety and soundness of regulated institutions. It also includes reporting of data required*

A questa fase storica risalgono, in effetti, le prime concrete esperienze applicative imperniate su analisi macroprudenziali, nelle quali si combinavano indicatori macroeconomici e aggregati statistici di origine “micro”⁽⁸⁸⁾. Riflessioni e primi sviluppi organizzativi sul tema ebbero con certezza luogo all’interno della BCE⁽⁸⁹⁾ e della World Bank⁽⁹⁰⁾. A livello globale, inoltre, un rilievo centrale nella diffusione di una cultura “macro” della stabilità finanziaria ebbe indubbiamente la costituzione del Financial Stability Forum (FSF) su *input* del G-7⁽⁹¹⁾: sulla scia della crisi asiatica, nel mandato di tale consesso regolatorio globale era stato infatti incluso il compito di monitorare e valutare gli elementi di vulnerabilità a carattere sistemico insiti nel sistema finanziario globale, e di individuare le misure necessarie a far fronte a tali debolezze, rafforzando il coordinamento e lo scambio di informazioni tra autorità responsabili della stabilità finanziaria⁽⁹²⁾.

Nei primi anni Duemila, l’approccio macroprudenziale ricevette un importante *public endorsement* in due noti discorsi tenuti dai vertici della BIS: nel primo di questi era

for macroprudential purposes, including reliable measures of the size of derivatives markets and the degree to which dealing activity in various market segments is concentrated».

⁽⁸⁸⁾ Esempi di questo tipo sono le attività di monitoraggio e previsione degli sviluppi nel settore bancario condotte dalle banche centrali dei paesi scandinavi (Finlandia, Svezia, Norvegia), normalmente attraverso la pubblicazione di bollettini periodici sullo stato dei rispettivi sistemi finanziari; si veda, al riguardo, A. MOORHOUSE, *An Introduction to Financial Soundness Indicators*, Bank of England, Monetary & Financial Statistics, febbraio 2004, in www.bankofengland.co.uk/statistics/Documents/ms/articles/art1feb04.pdf.

⁽⁸⁹⁾ All’interno della BCE venne istituito un Working Group on Financial Fragility (WGF), incaricato di elaborare una versione per l’Eurozona degli MPI, e un Working Group on Macroprudential Analysis, incaricato di sviluppare un *framework* per l’analisi macroprudenziale basato sull’esperienza applicativa dei paesi scandinavi (v. *infra* nel testo). All’interno dello stesso istituto di Francoforte era inoltre presente un Cooperative Forum on Early Warning Systems, cui potevano partecipare - su base volontaria - gli Stati membri della allora Comunità europea interessati. Cenni a tali iniziative, rimaste sostanzialmente ignorate dalla letteratura in tema di regolazione macroprudenziale, sono contenuti nel documento dell’IMF, *Macroprudential indicators*, cit., spec. p. 18 ss.

⁽⁹⁰⁾ Il riferimento è ai *Financial Sector Assessments* condotti dalla World Bank sulla base di una serie di indicatori macroeconomici e bancari utili a definire le decisioni creditizie.

⁽⁹¹⁾ Si veda, H. TIETMEYER, *International cooperation and coordination in the area of financial market supervision and surveillance*, in www.fsb.org/wp-content/uploads/r_9902.pdf, ove vengono messe in luce le tre aree nelle quali risultava necessario un rafforzamento del governo del sistema finanziario internazionale: «(f) *irstly, strengthened efforts are necessary to help identify incipient vulnerabilities in national and international financial systems and concerted procedures are needed for a better understanding of the sources of systemic risk and to formulate effective financial, regulatory and supervisory policies to mitigate them. Secondly, more effective procedures are required to ensure that international rules and standards of best practice are developed and implemented, and that gaps in such standards are effectively identified and filled. Thirdly, improved arrangements are necessary to ensure that consistent international rules and arrangements apply across all types of significant financial institutions, and that procedures exist for the continuous flow of information among authorities having responsibility for financial stability*».

⁽⁹²⁾ Per una disamina di ruolo, caratteristiche ed evoluzione del FSF si rinvia a M. DE BELLIS, *La regolazione*, cit., spec. 76 ss., ove ampi riferimenti bibliografici; nonché a ID., *La riforma della regolamentazione*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi*, cit., 73. Per una disamina ad ampio spettro dell’architettura regolatoria finanziaria globale antecedente la crisi si veda S. MORETTINI, *Il Fondo monetario internazionale e le reti globali di regolatori finanziari*, in S. BATTINI (a cura di), *La regolazione globale dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2007, 293; quanto alle sue trasformazioni successive e al ruolo delle istituzioni globali nella crisi, si vedano L. CASINI, F.G. ALBISINNI, E. CAVALIERI, *Le istituzioni della globalizzazione*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi*, cit., 425, spec. 449 ss.

attentamente approfondita la distinzione tra approcci micro e macroprudenziali alla vigilanza e alla regolazione, e richiamata la necessità di un loro stretto congiungimento⁽⁹³⁾; nel secondo si sottolineava, piuttosto, il permanere di diversi ostacoli a un suo ulteriore avanzamento, quali la debolezza degli strumenti di analisi, le incertezze della politica economica e le complesse interazioni di carattere istituzionale⁽⁹⁴⁾. Nel dibattito emergevano già le significative implicazioni per la regolazione e per l'attività di vigilanza microprudenziale; si osservava, ad esempio, come «(a) *strengthening of the macro-prudential orientation in the regulatory and supervisory framework would have implications for the relative weight assigned to different objectives, for the treatment of different institutions at a point in time, and for the assessment and mitigation of risk over time*»⁽⁹⁵⁾.

Il panico globale seguito al crollo di Lehman Brothers e ai noti eventi scaturiti a partire dal biennio 2007-2008 ha segnato la definitiva affermazione della prospettiva

⁽⁹³⁾ A. CROCKETT, *Marrying the Micro and Macroprudential Dimensions of Financial Stability*, 21 settembre 2000, in BIS Review 76/2000. In questo discorso si sottolinea come il raggiungimento della stabilità finanziaria possa essere realizzato solo attraverso un rafforzamento dell'approccio macro; si evidenzia, inoltre, come la distinzione tra i due concetti debba essere riferita non già alla tipologia di strumenti cui possa farsi ricorso, ma alle finalità concrete che si intenderebbero perseguire e alla concezione dei meccanismi che influenzano i risultati economici di determinate azioni; si svolgono infine accenni alle implicazioni di tipo istituzionale derivanti dall'adozione dell'approccio macroprudenziale, specie in termini di coordinamento tra prospettive di *policy* diverse e coinvolgimento di molteplici autorità per i rispettivi profili di competenza.

⁽⁹⁴⁾ M. D KNIGHT, *Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability: six years on*, Address by the General Manager of the BIS at the 14th International Conference of Banking Supervisors, Mérida, 4-5 October 2006, in www.bis.org/speeches/sp061005.htm. Con riferimento a quest'ultimo aspetto, KNIGHT sottolinea che il raggiungimento degli obiettivi propri delle politiche macroprudenziali può essere realizzato attraverso un rafforzamento della cooperazione orizzontale su tre piani: i primi due di carattere strettamente domestico, in quanto coinvolgenti le autorità responsabili della vigilanza sul sistema finanziario, da un lato, e le «*monetary, fiscal and accounting authorities*», dall'altro; il terzo di tipo necessariamente transnazionale, «*underpinned by greater convergence in prudential frameworks and supervisory practices*».

⁽⁹⁵⁾ Nel discorso di CROCKETT si sottolinea che la distinzione tra le dimensioni “micro” e “macro” «*is best drawn in terms of the objective of the tasks and the conception of the mechanisms influencing economic outcomes. It has less to do with the instruments used in the pursuit of those objectives*». Tale elemento emerge anche richiamando le conclusioni dell'analisi, già più volte citata, di CLEMENT, ove si nota, quasi a voler sminuire il valore del paradigma macroprudenziale, come quest'ultimo «*refers to the use of prudential tools with the explicit objective of promoting the stability of the financial system as a whole, not necessarily of the individual institutions within it. Naturally, most of the tools lie with the regulation and supervision of individual institutions*». Il carattere “addizionale” dell'intervento macroprudenziale si rileva anche in H. HANNOUN, *Towards a global financial stability framework*, discorso tenuto alla 45esima *SEACEN Governors' Conference*, Siem Reap Province, 26-27 febbraio 2010. Peraltro, Crockett non ritiene necessaria la previsione di istituzioni *ad hoc*, riconoscendo il ruolo preminente di banche centrali e autorità prudenziali: «(a) *macro-prudential orientation in financial stability policies requires safety nets whose structure and functioning address systemic risk. [...] Given the close interrelationship between the various components of a safety net, agreement is necessary on the basic objectives, characteristics and operation of its building blocks among a broad spectrum of official authorities. At a minimum, this would include supervisors, central banks and ministries of finance. Those countries experiencing widespread financial difficulties have typically followed this approach under pressure from events. Ideally, a more far-sighted decision-making process would be desirable. Likewise, most of the steps needed to address the risks associated with the financial cycle would require a dialogue with, and often the approval of, authorities with different perspectives. [...] More generally, discretion to alter valuation methods is generally not in the hands of supervisors. And a potentially powerful instrument to influence the financial cycle, interest rates, is controlled by central bankers*».

macroprudenziale ⁽⁹⁶⁾. Un rapidissimo processo riformatore, sospinto da un netto *endorsement* politico, ha determinato un consistente sforzo di reinquadramento in chiave “macro” tanto degli assetti istituzionali quanto del sostrato sostanziale e della “grammatica” stessa della regolazione finanziaria.

In ambito globale, il tentativo di realizzare una più netta distinzione tra pilastro micro e pilastro macro della vigilanza ⁽⁹⁷⁾ ha comportato la trasformazione del FSF in Financial Stability Board (FSB) ⁽⁹⁸⁾, organismo specificamente incaricato di coordinare a livello internazionale il lavoro delle autorità nazionali di controllo e degli *standard setter* globali «*in order to develop and promote the implementation of effective regulatory, supervisory and other financial sector policies [...] in the interest of global financial stability*» ⁽⁹⁹⁾. Nel suo mandato è stato quindi incluso il compito primario di «*assess vulnerabilities affecting the global financial system and identify and review on a timely and ongoing basis within a macroprudential perspective, the regulatory, supervisory and related actions needed to address them, and their outcomes*» ⁽¹⁰⁰⁾, attribuendosi a tale consesso il ruolo di «*global overseer on systemic risk*» ⁽¹⁰¹⁾.

Dal canto suo, la scienza economica ha rivolto crescente attenzione al rischio sistemico e al suo contenimento ⁽¹⁰²⁾, estendendo progressivamente lo spettro dell’analisi macroprudenziale e iniziando a interrogarsi sugli strumenti adatti ad assicurare un’adeguata prevenzione di rischi ritenuti non più governabili attraverso metodi già collaudati. In tal senso, sono stati gradualmente approfonditi temi centrali, quali le relazioni e le interdipendenze con la politica monetaria e la regolazione microprudenziale

⁽⁹⁶⁾ Nel quinquennio anteriore alla crisi finanziaria globale, si segnalano i fondamentali studi di C. BORIO, A. CROCKETT, *In search of anchors for financial and monetary stability*, in *Greek Economic Review*, 2001, 1; C. BORIO, C. FURFINE, P. LOWE, *Pro-cyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options*, BIS Papers, no. 1, 2001; C. BORIO, *Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?*, CESifo Economic Studies, 2003, 181. È stato comunque messo in luce come, sebbene di recente il numero di studi sul tema sia significativamente cresciuto, rimane comunque limitato, riflettendo «*a dearth of research focusing explicitly on macroprudential policy*»; così, G. GALATI, R. MOESSNER, *Macroprudential Policy: a Literature Review*, cit., 5.

⁽⁹⁷⁾ In questi termini, E. CHITI, *Le architetture*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi*, cit., 180.

⁽⁹⁸⁾ Si veda la *Declaration on Strengthening the Financial System* fatta al summit di Londra del G-20, che ha condotto a un ampliamento del mandato del FSB. Si veda anche il § 15 dello *statement* finale del 2 aprile 2009 del G-20: «*[...] we agree: to establish a new Financial Stability Board (FSB) with a strengthened mandate, as a successor to the Financial Stability Forum (FSF), including all G20 countries, FSF members, Spain, and the European Commission; that the FSB should collaborate with the IMF to provide early warning of macroeconomic and financial risks and the actions needed to address them; to reshape our regulatory systems so that our authorities are able to identify and take account of macroprudential risks; to extend regulation and oversight to all systemically important financial institutions, instruments and markets. This will include, for the first time, systemically important hedge funds*».

⁽⁹⁹⁾ Art. 1, *Charter of the Financial Stability Board*.

⁽¹⁰⁰⁾ Art. 2(1)(a), *Charter of the Financial Stability Board*.

⁽¹⁰¹⁾ G. NAPOLETANO, *Legal Aspects*, cit., 37.

⁽¹⁰²⁾ Si vedano, in particolare, gli studi raccolti in C.A.E. GOODHART, D.P. TSOMOCOS (a cura di), *The Challenge of Financial Stability. A New Model and its Applications*, Cheltenham, Edward Elgar, 2012.

(¹⁰³), gli obiettivi specifici della regolazione macroprudenziale (¹⁰⁴) e gli strumenti e misure da utilizzare per il loro perseguimento (¹⁰⁵), la definizione di criteri per classificare come sistemici gli intermediari (¹⁰⁶), e i riflessi sugli assetti istituzionali e di *governance* generale dell'economia (¹⁰⁷).

All'istituzione del FSB e al lancio di iniziative regolatorie globali ispirate al paradigma macroprudenziale - tra cui, su tutte, la revisione degli accordi di Basilea in ottica di riduzione della natura pro-ciclica delle regole prudenziali per le banche -, si è

(¹⁰³) Si vedano P. ANGELINI, S. NERI, F. PANETTA, *Monetary and Macroprudential Policies*, Banca d'Italia, Working Paper no. 801, 2011; G. BENIGNO, H. CHEN, C. OTROK, A. REBUCCI, E.R. YOUNG, *Monetary and Macro-Prudential Policies: An Integrated Analysis*, 2011; P. ANGELINI, S. NICOLETTI-ALTIMARI, I. VISCO, *Macroprudential, microprudential and monetary policies: conflicts, complementarities and trade-offs*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 140, 2012.

(¹⁰⁴) Su tale tema vi sarebbe un certo disaccordo nella letteratura, contrariamente a un generalizzato consenso che contraddistingue, invece, l'individuazione degli obiettivi della politica monetaria. Come sottolineano condivisibilmente GALATI e MOESSNER, la definizione degli obiettivi di politica macroprudenziale dipende, primariamente, dal concetto di stabilità finanziaria: secondo una prima tesi, questo consisterebbe nella capacità del sistema finanziario di resistere a *shock* di carattere esogeno; secondo altra prospettiva, invece, l'instabilità è endogena al sistema finanziario stesso, per cui la stabilità è da identificarsi nella capacità del sistema finanziario di mantenere resilienza a fronte di *shock* endogeni, misurabile quindi in termini di «*vulnerability to financial distress in response to normal-sized shocks rather than large shock*». Quanto agli obiettivi della politica macroprudenziale, risulta condivisa la visione secondo cui questa dovrebbe essenzialmente contribuire a limitare i rischi e i costi delle crisi sistemiche, ma, come notano sempre GALATI e MOESSNER, «*there are differences in language and emphasis*»; per tale panoramica, G. GALATI, R. MOESSNER, *Macroprudential Policy: a Literature Review*, cit., 6.

(¹⁰⁵) Per un primo inquadramento si vedano almeno O. BLANCHARD, G. DELL'ARICCIA, P. MAURO, *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note SPN/10/03, febbraio 2010; C. BORIO, *Implementing the macroprudential approach*, cit.; H. HANNOUN, *Towards a global financial stability framework*, cit.; J. CARUANA, *Macroprudential policy: working towards a new consensus*, remarks at the high-level meeting on "The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy" jointly organised by the BIS's Financial Stability Institute and the IMF Institute, Washington DC, aprile 2010; M.S. MOHANTY, M. SCATIGNA, *Has globalization reduced monetary policy independence?*, in *Globalisation and monetary policy emerging markets*, BIS Papers no. 23, maggio 2005. Particolare rilievo assume la problematica degli effetti di tali strumenti in punto di prevenzione della naturale propensione alla pro-ciclicità del sistema finanziario; per una disamina di tali profili si vedano almeno J. SAURINA, C. TRUCHARTE, *An assessment of Basel II procyclicality in mortgage portfolios*, in *Journal of Financial Services Research*, vol. 32, 1-2, ottobre 2007, R. REPULLO, J. SAURINA, C. TRUCHARTE, *Mitigating the Procyclicality of Basel II*, in M. DEWATRIPONT, X. FREIXAS, R. PORTES, *Macroeconomic Stability and Financial regulation: Key Issues for the G20*, RBWC-CEPR, 2009, H.S. SHIN, *Financial intermediation and the post-crisis financial system*, BIS Working Papers no. 304, marzo 2010.

(¹⁰⁶) Il tema della rilevanza sistemica degli intermediari è stato molto dibattuto nella letteratura economica e giuridica anche in considerazione delle interconnessioni con i regimi di gestione delle crisi degli intermediari bancari e del noto slogan "*too big to fail*", a sua volta declinato in molteplici variazioni ("*too interconnected to fail*", "*too complex to fail*"). Per i profili di cui nel testo si vedano N. TARASHEV, C. BORIO, K. TSATSARONIS, *Attributing systemic risk to individual institutions*, BIS Working Papers, no. 308, maggio 2010, M. SEGOVIANO, C.A.E. GOODHART, *Banking Stability Measures*, IMF Working Paper, gennaio 2009, H. ZHU, *Capital Regulation and Banks' Financial Decisions*, in *International Journal of Central Banking*, 4, 2008, 165, C. GAUTHIER, A. LEHAR, M. SOUSSI, *Macroprudential capital requirements and systemic risk*, Bank of Canada, 2010, V. ACHARYA, *A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation*, CEPR Discussion Papers no. 7164, 2009.

(¹⁰⁷) Su tali profili si veda *infra*, § 4. Tra le prime proposte per la definizione di un assetto istituzionale dedicato alla vigilanza macroprudenziale si veda A. SIBERT, *A systemic risk warning system*, in *Vox.eu*, voxeu.org/article/designing-systemic-risk-warning-system, gennaio 2010.

accompagnata l'introduzione di numerose misure in ambito regionale e nazionale tese a dare attuazione al nuovo *trend* regolatorio globale.

Per cogliere appieno aspetti e implicazioni di tali trasformazioni domestiche o macro-regionali, analizzate in dettaglio nei capitoli successivi in relazione agli ordinamenti oggetto di studio comparato, occorre procedere a individuare i caratteri essenziali della regolazione macroprudenziale. I paragrafi che seguono trattano, pertanto, due aspetti: in primo luogo, si analizzano le finalità generali di tale forma di regolazione a partire dalla nozione di rischio sistemico, dalle interazioni con le finalità ulteriori e tradizionali della regolazione finanziaria, e da una ricognizione delle misure utili a perseguirne gli obiettivi; in secondo luogo ci si sofferma più puntualmente sui profili di carattere istituzionale, evidenziando le problematiche generali nell'equilibrio tra componente "tecnocratica" e componente "politica" derivanti dall'emersione di tale approccio.

4. I caratteri oggettivi della regolazione macroprudenziale

Quali sono i tratti oggettivi caratteristici della regolazione macroprudenziale?

Come si è detto, le politiche di regolazione macroprudenziale hanno come obiettivo generale quello di contribuire al mantenimento della stabilità finanziaria mediante mitigazione e riduzione del rischio sistemico. Tale obiettivo trova positiva declinazione nelle previsioni normative che definiscono il mandato delle autorità che abbiano responsabilità *esclusivamente* macroprudenziali⁽¹⁰⁸⁾. Un chiaro esempio è dato dal Regolamento 1092/2010 intitolato alla vigilanza macroprudenziale nell'UE e istitutivo dell'ESRB, ove si stabilisce che compito di quest'ultimo è di «*contribuire a prevenire o attenuare i rischi sistemici alla stabilità finanziaria nell'Unione che derivano da sviluppi interni al sistema finanziario, tenendo conto degli andamenti macroeconomici, in modo da evitare periodi di turbolenze finanziarie diffuse*»⁽¹⁰⁹⁾.

⁽¹⁰⁸⁾ Peraltro, secondo una tecnica che ha connotato l'esplicitazione di contorni e limiti della politica monetaria e del *central banking*, almeno a partire dalla fine dello scorso secolo; un esempio ben noto è l'articolo 127 del TFUE. Nel ripercorrere l'affermazione del principio di autonomia dal governo delle banche centrali, GIANNINI ha osservato al riguardo che «*ancora alla fine degli anni Ottanta circa due terzi delle banche centrali dei paesi avanzati o non aveva un obiettivo esplicito, o ne aveva due o più, non sempre conciliabili tra loro. [...] Negli anni successivi, il quadro cambia rapidamente, sia per quanto riguarda l'obiettivo, che viene individuato sempre più chiaramente nella stabilità dei prezzi, sia per quanto riguarda il grado di autonomia nella scelta e nell'uso degli strumenti atti a perseguire tale obiettivo. [...] Un processo che riceverà impulso ancora maggiore con il Trattato di Maastricht del 1992 che [...] segna la costituzionalizzazione dell'obiettivo della stabilità dei prezzi, e del principio di autonomia, nella sua nuova e più articolata veste*»; così C. GIANNINI, *L'età*, cit., 299-300. Su questi aspetti si vedano comunque *infra* le riflessioni sul mandato del FSOC e dell'ESRB, rispettivamente al Capitolo Secondo, § 3.1, e Terzo, § 3.1.

⁽¹⁰⁹⁾ Art. 3 del Regolamento 1092/2010; su cui si veda *infra*, Capitolo Terzo, § 3.1.

Secondo la ricostruzione favorita in ambito internazionale, tale obiettivo può essere perseguito attraverso l'utilizzo di una serie di misure, talora indicate con linguaggio giuridicamente a-tecnico come "strumenti" (*tools*). Implementate con provvedimenti a carattere generale, settoriale o individuale in esito a procedimenti che presentano un'ampia diversificazione in termini di grado di apertura verso il pubblico e trasparenza, tali misure costituiscono espressione concreta dei metodi attraverso i quali le autorità macroprudenziali possono intervenire per assicurare stabilità al sistema finanziario e perseguire l'obiettivo generale così definito.

Una disamina del concetto di rischio sistemico e della tipologia di misure macroprudenziali impiegate a livello globale risulta allora necessaria per comprendere *a che fine e come* agiscono o possono agire le autorità coinvolte. Tali elementi sono prodromici a un inquadramento introduttivo delle implicazioni procedurali e delle conseguenze istituzionali dell'accoglimento di un approccio macroprudenziale. Unitamente considerati, infatti, questi aspetti consentono di ricostruire i caratteri *generali* della regolazione in esame, punto di partenza per le riflessioni che saranno oggetto dell'analisi comparata.

4.1 Le finalità

Nel linguaggio della regolazione bancaria e finanziaria, il *rischio* costituisce elemento concettuale di rilievo primario. La mitigazione e prevenzione delle sue molteplici estrinsecazioni rappresenta infatti il sostrato di tutti gli istituti prudenziali imposti *on a going concern*, tra cui figurano, in maniera preponderante, requisiti minimi di capitale e liquidità. Il rischio *sistemico* costituisce, quindi, una particolare categoria di problematica generata dallo svolgimento, nel continuo, di attività economiche afferenti alla intermediazione finanziaria in senso lato.

A differenza degli altri rischi tipici che informano gli istituti della regolazione finanziaria, il rischio sistemico si caratterizza, a ben vedere, per la sua riferibilità non già a un soggetto unico, ma a un plesso indefinito di intermediari e infrastrutture di mercato, costituendo qualcosa di più della sommatoria tanto dei singoli rischi tipici dell'intrapresa finanziaria quanto dei rischi di cui ciascun intermediario sia "portatore" ⁽¹¹⁰⁾. Anche per tali ragioni, e ancorché con riferimento ai soli operatori bancari in senso stretto, la scienza giuridica ha notato che il rischio sistemico è «*il più pericoloso dei rischi tipici [...], in quanto il*

⁽¹¹⁰⁾ H. WILLKE, E. BECKER, C. ROSTÁSY, *Systemic Risk*, cit., 19 notano al riguardo che «(t)he point of systemic risk is not that the system (whatever the system may be) might crash [, but] that the completely normal, regular operational mode of the system, as it is, can lead to the self-destruction of the system».

settore bancario è esposto - per sua natura e più di altri settori dell'economia - a possibili fenomeni di contagio [...] [e] le difficoltà che colpiscono un singolo operatore bancario rilevante possono dilagare rapidamente nel sistema»⁽¹¹¹⁾. In sé, esso è probabilmente indicativo di una «*qualitatively new feature of global finance, as an emergent property of a highly integrated and concatenated global financial system*»⁽¹¹²⁾, e in conseguenza, intrinsecamente, «*postula [...] misure regolatorie [...] di pari "dimensione" (dalla scala internazionale e continentale a quella nazionale)*»⁽¹¹³⁾.

Nonostante la crescente importanza rivestita nel quadro regolatorio, la circoscrizione del concetto di «rischio sistemico» risulta non agevole, non diversamente da quanto in precedenza osservato rispetto alla definizione dell'idea di stabilità finanziaria. Nella limitata letteratura giuridica in tema, peraltro, si riscontrano atteggiamenti contrastanti rispetto alla caratura di tale concetto, con opinioni che spaziano da un favore verso una sua definizione in termini esclusivamente economici⁽¹¹⁴⁾ a concezioni tese a sottolinearne ed enuclearne la portata rivoluzionaria in termini politologici e di connotati generali della regolazione⁽¹¹⁵⁾. Vale allora forse ancor oggi l'intuizione, espressa ormai oltre un ventennio fa da uno dei più celebri ex governatori della FED, secondo la quale «*[i]t is generally agreed that systemic risk represents a propensity for some sort of financial system disruption [, but its] very definition is still somewhat unsettled*»⁽¹¹⁶⁾.

Nella ricerca di una definizione di tipo operativo, che prescindendo dalle implicazioni politologiche e sociologiche dell'emergere nei moderni sistemi capitalistici di quel che potrebbe dirsi il «rischio di rischi sistemici», il rischio sistemico sarebbe da identificare, in una prospettiva restrittiva e tradizionale, nelle ipotesi di contagio tra soggetti che, nell'ambito dell'intermediazione bancaria, entrano in relazione tra loro; il riferimento sarebbe cioè a quelle situazioni nelle quali il *default* di una banca «*occasions a loss grater than the second bank's capital, forcing the second bank to default on obligations to a third bank, occasioning*

⁽¹¹¹⁾ In questi termini, S. AMOROSINO, *La regolazione*, cit., 51.

⁽¹¹²⁾ H. WILLKE, E. BECKER, C. ROSTÁSY, *Systemic Risk*, cit., 8.

⁽¹¹³⁾ S. AMOROSINO, *La regolazione*, cit., 51.

⁽¹¹⁴⁾ S. SCHWARCZ, *Systemic risk*, in *The Georgetown Law Journal*, 2008, 194, spec. 204: «*Systemic risk is an economic, not a political, definition*».

⁽¹¹⁵⁾ A.J. LEVITIN, *In defense of bailouts*, in *The Georgetown Law Journal*, 2009, 437, spec. 438: «*Systemic risk must be conceived in terms of political accountability and legitimacy*». In questi termini anche H. WILLKE, E. BECKER, C. ROSTÁSY, *Systemic Risk*, cit., 10, i quali sottolineano come «*(a) pernicious trait of systemic risks lies in the fact that by definition it cannot be restricted to internal transmission of the financial system. The scariest part of systemic risk is its unpredictable impact on society at large and on the political system in particular*», sicché, in ultima analisi, «*(o) nly when a financial crisis is threatening the political system and thus forces politics to save private firms with public money, the term systemic risk comes into play*».

⁽¹¹⁶⁾ S. SCHWARCZ, *Systemic risk*, cit., 196, citando A. GREENSPAN, *Remarks at a Conference on Risk Measurement and Systemic Risk*, Board of Governors of the Federal Reserve System, novembre 1995.

a loss greater than the third bank's capital and so on» ⁽¹¹⁷⁾. In accordo ad altra visione, invece, l'effetto domino di contagio che tipicamente è convogliato attraverso l'idea di rischio sistemico non riguarderebbe il solo settore bancario, ma si estenderebbe all'intero sistema finanziario; in tal senso, si è affermato che esso rappresenterebbe *«the risk that the financial system will fail to function properly because of widespread distress»* ⁽¹¹⁸⁾, ovvero qualsiasi *«set of circumstances that threaten the stability of or public confidence in the financial system»* ⁽¹¹⁹⁾.

Quest'ultima, onnicomprensiva visione del rischio sistemico si è largamente affermata in esito a una migliore comprensione di talune delle principali cause e dinamiche evolutive della crisi finanziaria globale ⁽¹²⁰⁾. Secondo la declinazione proposta dall'IMF e ormai largamente accolta, il rischio sistemico è indicato come *«risk of disruptions to the provision of financial services that is caused by an impairment of all or parts of the financial system and can cause serious negative consequences for the real economy»* ⁽¹²¹⁾. Nell'ambito della regolazione europea, tale nozione è riprodotta nel Regolamento istitutivo dell'ESRB, ove il rischio in questione è indicato quale *«rischio di perturbazione del sistema finanziario che può avere gravi conseguenze negative per il mercato interno e l'economia reale»*, con l'ulteriore precisazione che *«(t)utti i tipi di intermediari, mercati e infrastrutture finanziari sono potenzialmente importanti in certa misura per il sistema»* ⁽¹²²⁾.

A valle di tale definizione, nella letteratura economica più recente il rischio sistemico è comunemente ed empiricamente descritto facendo riferimento a due

⁽¹¹⁷⁾ A. ANAND, M. TREBILCOCK, M. ROSENSTOCK, *Institutional Design and the New Systemic Risk in Banking Crises*, in A. ANAND (a cura di), *Systemic Risk, Institutional Design, and the Regulation of Financial Markets*, Oxford, OUP, 2016, 2.

⁽¹¹⁸⁾ J. HELWEGE, *Financial Firm Bankruptcy and Systemic Risk*, in *Regulation*, 24.

⁽¹¹⁹⁾ M. BILLIO, M. GETMANSKY, A.W. LO, L. PELIZZON, *Econometric Measures of Connectedness and Systemic Risk in the Finance and Insurance Sectors*, in *Journal of Financial Economics*, 2012, 537.

⁽¹²⁰⁾ In uno dei più avvertiti sforzi ricognitivi intorno alle cause della crisi finanziaria globale sono stati identificati dieci elementi diversi, rispettivamente riconducibili a difetti istituzionali, regolatori e di tipo concettuale: *«(a) macro-economic imbalances; (b) lax monetary policy; (c) regulatory and supervisory failures; (d) too-big-to-fail doctrine and distorted incentives; (e) excess of securitization; (f) unregulated firms, lightly regulated firms, and the shadow banking system; (g) corporate governance failures; (h) risk-management failures, excessive leverage, and excessive complexity; (i) the usual suspects: greed, euphoria, and others; and (j) faulty economic theories»*; cfr., R.M. LASTRA, G. WOOD, *The Crisis of 2007-09*, in T. COTTIER, J.H. JACKSON, R.M. LASTRA, *International Law in Financial Regulation*, cit. 15.

⁽¹²¹⁾ IMF, *Key Aspects of Macroprudential Policy*, giugno 2013, 6. Secondo il citato documento, le esternalità di carattere sistemico che le politiche macroprudenziali intenderebbero mitigare sono tre: *«(i) the tendency of the financial system to amplify adverse aggregate shocks; (ii) macro-financial feedback mechanisms that result in an overexposure to such adverse aggregate shocks; and (iii) linkages within the financial system that increase the vulnerability of the system to idiosyncratic or aggregate shocks»*.

⁽¹²²⁾ Si veda l'articolo 2, lett. c); si noti come all'interno del Regolamento sia stato inserito nella definizione l'inciso relativo alle conseguenze negative *per il mercato interno* a voler tanto significare il rilievo per il mercato unico europeo nel suo complesso, quanto, per converso, richiamare l'articolo 114 TFUE quale previsione legittimante l'istituzione dell'ESRB e l'emanazione del Regolamento stesso. Su questi aspetti si veda, comunque, *infra*, Capitolo Terzo, spec. § 3.1.

“dimensioni”⁽¹²³⁾, cui si riconnettono strumenti diversificati di intervento e, in relazione a questi ultimi, specifici obiettivi *intermedi* della regolazione macroprudenziale.

La prima dimensione del rischio sistemico ha un carattere *temporale* (*time dimension*). Il rischio sistemico è correlato, cioè, all’evoluzione diacronica dell’offerta di credito in linea con gli andamenti del ciclo finanziario, secondo la quale le interrelazioni tra sistema finanziario ed economia reale risultano amplificate da un meccanismo di pro-ciclicità. La dimensione temporale riflette, in altre parole, la tendenza del sistema finanziario a un incremento del rischio intrinseco e delle esposizioni nelle fasi di espansione del ciclo (*boom phase*), e a un’avversione altrettanto profonda al rischio, con conseguente rapida riduzione delle esposizioni aggregate, nelle fasi di contrazione (*downturn* o *bust phase*)⁽¹²⁴⁾.

La seconda dimensione del rischio sistemico riflette invece la distribuzione del rischio all’interno del sistema finanziario in un dato momento (*cross-sectional*). Tale prospettiva valorizza l’esistenza di molteplici interconnessioni tra le istituzioni finanziarie, bancarie e non, e le interazioni che tra queste si stabiliscono in maniera diretta o indiretta attraverso plurimi canali. In sintesi, essa è stata definita quale «*contribution to systemic risk from negative externalities associated with spillovers and contagion effects*»⁽¹²⁵⁾.

Le due dimensioni del rischio sistemico sono ovviamente interrelate: tanto maggiori sono le interconnessioni e interdipendenze tra singoli intermediari o “porzioni” del sistema finanziario, tanto più rapido sarà l’amplificarsi e il propagarsi degli effetti della pro-ciclicità. Dalla loro definizione, inoltre, deriva l’individuazione dei tre obiettivi (o *tasks*) principali delle politiche di regolazione macroprudenziale⁽¹²⁶⁾.

(123) La distinzione è proposta in C. BORIO, *The macroprudential approach to regulation and supervision*, in voxeu.org/article/we-are-all-macroprudentialists-now.

(124) Secondo un’esaustiva definizione, può dirsi che tale dimensione concerne quindi «*the buildup of systemic risk during credit booms and asset price bubbles, and the ex post negative externalities from the financial to the real sector during busts*»; si veda, X. FREIXAS, L. LAEVEN, J.L. PEYDRÓ, *Systemic Risk, Crises, and Macroprudential Regulation*, Cambridge (Massachusetts - US), MIT Press, *passim*, spec. 15-16, 259. Con riferimento al rischio temporale, Borio afferma quindi che le politiche macroprudenziali hanno il compito di verificare come il rischio aggregato evolve nel tempo; così, C. BORIO, *The macroprudential approach*, cit. È importante sottolineare che, in un dato arco temporale assunto a riferimento, molteplici elementi possono contribuire a un incremento del rischio sistemico letto attraverso tale “dimensione”: tali elementi possono essere intrinseci al mercato finanziario stesso, riguardando innovazioni di prodotto o sviluppi nelle tecniche di scambio e negoziazione, ovvero rappresentare fattori di carattere esogeno che incidono sulle dinamiche del sistema bancario-finanziario - quali gli interventi di politica monetaria, gli interventi di regolazione o deregulation, le mutazioni degli assetti concorrenziali, le politiche economiche o fiscali.

(125) «*Such spillovers can come in the form of direct contractual spillovers, or indirect spillovers. Direct spillovers include interconnectedness and domino or network effects [...]. Indirect spillovers information spillovers following bank failures [...] or after policy actions [...] and pecuniary externalities arising from fire sale [...]*»; tale definizione si ritrova in X. FREIXAS, L. LAEVEN, J.L. PEYDRÓ, *Systemic Risk*, op. ult. cit., 15-16.

(126) IMF, *Key aspects*, cit., 7, § 13: «*First, macroprudential policy seeks to increase resilience of the financial system to aggregate systemic shocks, by building buffers that absorb their impact and help maintain the ability of the financial system to*

Il primo obiettivo consiste nell'incrementare la capacità del sistema finanziario di resistere a *shock* aggregati di carattere sistemico, così mantenendone, nel continuo, l'essenziale funzione di apparato erogatore di credito (ed erogatore di servizi di intermediazione della ricchezza) all'economia (reale) e al sistema produttivo in genere. Il secondo obiettivo è rappresentato dal contenimento della dinamica di espansione del rischio sistemico nel tempo correlata alla crescita delle vulnerabilità per via pro-ciclica ⁽¹²⁷⁾. Il terzo obiettivo è indicato nella necessità di prevenire il fenomeno del c.d. “*too important to fail*”, ovvero di ridurre quella particolare fragilità del sistema finanziario cagionata tanto dalle interconnessioni tra intermediari finanziari quanto dal ruolo essenziale che uno o più fra questi (anche alla luce di tali stesse interconnessioni) rivestono per gli equilibri e la continuità del mercato e dell'attività di intermediazione.

Individuato nel rischio sistemico il nodo problematico della regolazione macroprudenziale, quali interazioni e potenziali conflitti emergono con le finalità della regolazione microprudenziale e della politica monetaria? Sebbene le problematiche sollevate da tali raccordi non abbiano ancora trovato compiuta sistemazione empirica nelle riflessioni della scienza economica, la loro enucleazione è utile a circoscrivere alcuni dei nodi istituzionali posti dall'emersione dell'approccio macroprudenziale e a fissare alcuni punti fermi per la successiva valutazione e comprensione del razionale delle scelte in concreto operate negli ordinamenti oggetto di studio.

Come emerge da quanto sopra riferito in merito alle finalità generali e intermedie dell'approccio macroprudenziale, questo si distingue da quello micro- alla luce della valenza sistemica dei rischi che intende mitigare. La dottrina economica è attenta nel sottolineare come comportamenti perfettamente razionali e prudenti da parte di singoli componenti (o attori) del sistema finanziario, percepiti o indicati come pienamente corretti e conformi agli *standard* prudenziali avallati dalle autorità di controllo micro-, possono nondimeno determinare fenomeni di instabilità sistemica in considerazione del propagarsi del “contagio” attraverso i canali di trasmissione che interconnettono il sistema

provide credit to the economy. Second, in the time dimension, it can seek to contain the build-up of systemic vulnerabilities over time, by reducing procyclical feedback between asset prices and credit and containing unsustainable increases in leverage and volatile funding. Third, in the structural or “cross-sectional” dimension, macroprudential policy can seek to control the build-up of vulnerabilities within the financial system that arises through interlinkages between financial intermediaries and the critical role played by institutions in key markets and can render individual institutions too important to fail. Macroprudential policy uses primarily prudential tools to achieve its objectives».

⁽¹²⁷⁾ Ciò, tramite mitigazione delle correlazioni tra valore degli *asset* ed espansione creditizia, e disincentivazione del ricorso a livelli eccessivi di *leverage* o a forme di finanziamento instabili e soggette ad alta volatilità.

stesso ⁽¹²⁸⁾. Tale elemento costituisce la principale fonte di potenziale conflitto tra le due forme di regolazione.

Il rischio di conflitto risulta di rilievo critico per due ragioni: in primo luogo, data la parziale coincidenza, come si noterà a breve, delle misure utilizzate per finalità micro- e per finalità macro-, almeno per quanto concerne il settore bancario; in secondo luogo, perché tale rischio di conflitto sorge soprattutto nei momenti sfavorevoli (*downturn*), nei quali incrementa la probabilità di crisi di proporzioni sistemiche ⁽¹²⁹⁾.

E in effetti, sebbene a partire dalla crisi finanziaria globale sia stato attribuito maggior rilievo al ruolo che le stesse autorità microprudenziali devono a loro volta svolgere per contribuire *direttamente* alla mitigazione dei rischi sistemici a garanzia della stabilità finanziaria complessiva ⁽¹³⁰⁾, vi è un rilevante pericolo di tensioni e sovrapposizioni con il mandato e le tendenze di intervento delle autorità macroprudenziali. In momenti di espansione o contrazione del ciclo finanziario, infatti, mentre le une possono invocare rispettivamente un rilassamento o un rafforzamento dei requisiti prudenziali in un'ottica di sana e prudente gestione del singolo intermediario, le altre potrebbero al contrario richiedere, alternativamente, una stretta o una maggiore flessibilità dei requisiti prudenziali per controbilanciare spinte pro-cicliche in atto *nel sistema* o in singoli comparti dello stesso ⁽¹³¹⁾.

Quanto al rapporto tra regolazione macroprudenziale e governo della moneta, il dibattito si è principalmente appuntato sulla sussistenza di un rapporto di

⁽¹²⁸⁾ Tale concetto è più volte ribadito nella letteratura sul tema. Tra i molti, FREIXAS ET AL. affermano che «actions that are appropriate for individual firms may collectively lead to, or exacerbate, systemwide financial stability problems»; si veda X. FREIXAS, L. LAEVEN, J.L. PEYDRÓ, *Systemic Risk*, cit., 260.

⁽¹²⁹⁾ P. ANGELINI, S. NICOLETTI-ALTIMARI, I. VISCO, *Macroprudential, microprudential and monetary policies*, cit., 20.

⁽¹³⁰⁾ Osserva al riguardo LO SCHIAVO che «following the global financial crisis, the mandate for financial stability has been strengthened at the national level and, in particular, in national central banking or agency frameworks. This has taken place both with the recognition of direct or indirect mandates of financial stability to established public bodies or with the creation of special bodies, agencies, institutions concerned with financial stability»; G. LO SCHIAVO, *The role of Financial Stability*, cit., 15.

⁽¹³¹⁾ Il concetto è esplicitato anche dall'IMF, e la sua pregnanza è particolarmente evidente nelle fasi di *downturn*. «(i)n “bad times” tensions can be stronger, since the macroprudential perspective may call for a relaxation of regulatory requirements that impede the provision of credit to the economy or contribute to fire-sale effects, while the traditional microprudential perspective may seek to retain or tighten these requirements to protect the interest of depositors of individual banks. One way of addressing conflicts in “bad times” is to establish in “good times” sufficient prudential buffers. The macroprudential authority may then be in a position to reduce buffers in a manner that respects microprudential objectives. Where buffers are not adequate to start with, conflicts can sometimes still be resolved through well-designed prudential action. Microprudential authorities may call for increasing capital ratios in bad times, while macroprudential authorities will be concerned that this leads to excessive deleveraging with adverse effects on the economy. Encouraging increases to be implemented by higher capital levels (privately or publicly provided) avoids that deleveraging and can align microprudential and macroprudential objectives»; così, IMF, *Key Aspects*, cit., 14.

complementarità o conflitto tra politiche macroprudenziali e politica monetaria. Anche in tale ambito, le analisi condotte dalla scienza economica risultino ancora lontane dal giungere a esiti soddisfacenti ⁽¹³²⁾.

Il conseguimento di prezzi stabili e livelli di inflazione coerenti con gli obiettivi generali di politica monetaria costituisce indubbiamente un fattore prodromico alla stabilità del sistema finanziario. Su questa base, il quesito principale dal quale parte la scienza economica nell'analizzare il ruolo delle politiche monetarie in relazione ai profili macroprudenziali attiene al modo in cui gli squilibri finanziari possono incidere sulle scelte di politica monetaria. L'importanza di tale raccordo è divenuta sempre più pressante in considerazione del fatto che le iniziative assunte dalle maggiori banche centrali nelle fasi più acute della crisi finanziaria globale hanno messo in luce come la politica monetaria può giocare un ruolo fondamentale nel contribuire a ridurre, *ex post*, i costi associati al rischio sistemico ⁽¹³³⁾.

In particolare, anteriormente alla crisi finanziaria globale, gli economisti erano sostanzialmente concordi nel ritenere che l'unico oggetto della politica monetaria dovesse essere la stabilità dei prezzi avendo presente un orizzonte temporale biennale. Gli eventi della crisi hanno tuttavia riaperto il dibattito circa la possibilità per le banche centrali, almeno in certi frangenti, di ricorrere ai tassi di riferimento «*to lean against bubbles*» ⁽¹³⁴⁾, ovvero, in circostanze eccezionali, «*to go beyond, targeting macroeconomic stability*» ⁽¹³⁵⁾. In considerazione di ciò, alcuni studi hanno evidenziato come la politica monetaria può influenzare le condotte degli attori economici prevenendo la formazione di bolle e *herding*

⁽¹³²⁾ Si è osservato come «(w) *are still far from a satisfactory state of affairs concerning the theoretical underpinnings of macroprudential policy and its relationship with other policies - in particular monetary policy. The empirical literature is also at a very early stage. The main challenge for the future is to develop models that allow the proper handling of externalities associated with systemic risk, and which are at the same time elaborate enough - especially in terms of financial sector modelling - to permit the analysis of policies to counteract this risk*»; così, P. ANGELINI, S. NICOLETTI-ALTIMARI, I. VISCO, *Macroprudential, microprudential and monetary policies*, cit., 13.

⁽¹³³⁾ X. FREIXAS, L. LAEVEN, J.L. PEYDRÓ, *Systemic Risk*, cit., 291; gli stessi A. osservano, ancora, come «*it is clear that monetary policy has been the critical tool used to reduce the systemic costs of the crisis, both through a massive reduction of policy rates and the use of nonstandard monetary measures*».

⁽¹³⁴⁾ X. FREIXAS, L. LAEVEN, J.L. PEYDRÓ, *Systemic Risk*, cit., 298. In tal senso si veda anche J.C. TRICHET, *Credible alertness revisited*, intervento al simposio su *Financial stability and macroeconomic policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 22 agosto 2009; J.C. STEIN, *Incorporating Financial Stability Considerations into a Monetary Policy Framework*, Remarks at the International Research Forum on Monetary Policy, Washington D.C., 21 marzo 2014; BIS, *85th Annual Report*, Basilea, 28 giugno 2015, spec. 74 ss., in www.bis.org/publ/arpdf/ar2015_ec.pdf.

⁽¹³⁵⁾ B. BERNANKE, *Monetary Policy and the Housing Bubble*, speech at the annual meeting of the American Economic Association, Atlanta, 3 gennaio 2010.

behaviors che danno luogo a instabilità su scala sistemica ⁽¹³⁶⁾, mentre altri Autori hanno sottolineato come il coordinamento tra azione macroprudenziale e politica monetaria risulti essenziale in quanto, in certe condizioni, l'una può in parte sostituire l'altra ⁽¹³⁷⁾. Nell'ambito dell'unione economica e monetaria europea, ancora, si è rilevato come l'utilizzo di misure di carattere macroprudenziale ha consentito alla banca centrale nazionale, in alcune giurisdizioni, di creare *buffer* all'interno del sistema bancario utili a contenere l'espansione creditizia nel contesto dell'avvio dell'ultima fase dell'integrazione monetaria, durante la quale era venuta del tutto meno la possibilità - per l'istituto di emissione - di utilizzare a tal fine i tassi di riferimento ⁽¹³⁸⁾.

A margine, poi, si osserva che il problema del ruolo dell'istituto di emissione e delle conseguenze per l'interazione degli interventi di politica monetaria con le misure di regolazione macroprudenziale assume particolare significato in considerazione del diverso mandato delle due maggiori banche centrali mondiali, ovvero la FED e la BCE. Come noto, mentre la prima gode di un mandato di tipo duale, che include stabilità dei prezzi, massima occupazione e crescita moderata nel lungo termine dei tassi di interesse ⁽¹³⁹⁾, la seconda opera in un regime che individua, come unico legittimo obiettivo, la stabilità dei prezzi, *sub specie* di raggiungimento del *target* di inflazione «*below, but close to, 2% over the medium term*» ⁽¹⁴⁰⁾. Su tali aspetti, come si vedrà, si riflettono in maniera non secondaria le concrete dinamiche organizzative dell'architettura istituzionale realizzata nei diversi ordinamenti, nonché la distinta enfasi che in essi si riscontra circa le problematiche effettive con le quali la regolazione macroprudenziale dovrebbe confrontarsi.

⁽¹³⁶⁾ O. LOISELY, A. POMMERETZ, F. PORTIERX, *Monetary policy and herd behavior in new-tech investment*, Banque de France, 2009.

⁽¹³⁷⁾ S. CECCHETTI, *On the similarities of capital adequacy and monetary policy*, Presentation at the 13th Annual Conference of the Central Bank of Chile, 2009. A conclusioni simili giungono M. GERTLER, P. KARADI, *A Model of Unconventional Monetary Policy*, Mimeo, NYU, 2009: «*to the extent that movements in bank capital and leverage are key factors driving risk taking and aggregate lending, the deployment of macro-prudential policy is likely to be more effective than trying to 'lean against the wind' using monetary policy*». Their results also suggest that monetary policy and macroprudential policy should be coordinated, since they are not merely substitutes, but they mention that the issue of coordination needs to be studied further».

⁽¹³⁸⁾ S. FERNÁNDEZ DE LIS, A. GARCÍA HERRERO, *The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and Other Tools*, BBVA Working Paper no. 0918, 2009.

⁽¹³⁹⁾ Ciò in seguito a un emendamento al Federal Reserve Act del 1977; in argomento, F.S. MISHKIN, *Monetary Policy and the Dual Mandate*, Remarks at Bridgewater College, Bridgewater, Virginia, 10 aprile 2007, in www.bis.org/review/r070413g.pdf. Per una sintesi dell'evoluzione concettuale del *dual mandate*, si veda A. STEELMAN, *The Federal Reserve's "Dual Mandate": The Evolution of an Idea*, Federal Reserve Bank of Richmond, 2011.

⁽¹⁴⁰⁾ ECB, *The ECB's monetary policy strategy*, press release, 8 maggio 2003, in www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html.

4.2 Le misure

Quali sono le tecniche di regolazione impiegate per il perseguimento della stabilità finanziaria in termini di prevenzione e mitigazione del rischio sistemico, e quali, in particolare, le misure che possono essere a tal fine assunte?

Non diversamente da quanto sopra osservato in punto di interazioni tra oggetti e finalità distinte della regolazione, l'attuale classificazione e riflessione intorno alle misure di carattere macroprudenziale appare ancora insufficiente ⁽¹⁴¹⁾. Tali lacune derivano dall'azione tuttora parziale di sistematizzazione condotta dai *policymakers* in ragione della natura innovativa delle politiche in esame e dalla limitata esperienza nel loro utilizzo ⁽¹⁴²⁾, dalle peculiarità che connotano l'azione di controllo macroprudenziale nei diversi paesi, e dall'incerto inquadramento entro i paradigmi macroprudenziali di strumenti da tempo utilizzati in ottiche prevalentemente micro- o addirittura di politica economica genericamente intesa ⁽¹⁴³⁾. Neppure avviata risulta, invece, la riflessione in ordine alla natura giuridica degli atti di carattere genericamente regolatorio con i quali tali misure sono assunte; in ciò, assume significativo rilievo la circostanza che i concreti interventi delle autorità possono tradursi in atti individuali, in atti rivolti a più soggetti o inerenti specifici ambiti di esposizione, o - ancora - in misura regolatorie ampie e ad applicazione generalizzata, eventualmente soggette a limiti applicativi spaziali e temporali correlati alla dimensione e caratteristiche del rischio specificamente aggredito.

⁽¹⁴¹⁾ Nella prospettiva della scienza economica, peraltro, tale elemento si ricollega alla più generale difficoltà relativa all'individuazione di strumenti e metodi per una corretta misurazione della stabilità sistemica; vedasi, sul punto, C.A.E. GOODHART, D.P. TSOMOCOS, *Analysis*, cit., 142.

⁽¹⁴²⁾ Si è osservato infatti come «we still lack a well-defined analytical apparatus and operational definitions of the objectives and instruments of macroprudential policy»; così, P. ANGELINI, S. NICOLETTI-ALTIMARI, I. VISCO, *Macroprudential, microprudential and monetary policies*, cit., 5.

⁽¹⁴³⁾ «[...] much of the discussion following the recent financial crisis has been on how to re-orient typical microprudential tools to serve the macroprudential goal of limiting systemic risk»; così, P. ANGELINI, S. NICOLETTI-ALTIMARI, I. VISCO, *Macroprudential, microprudential and monetary policies*, cit., 19. Con riferimento all'esperienza americana e ai tool finalizzati a intervenire sulla dimensione temporale del rischio sistemico, alcuni autori hanno notato come in realtà molte di tali misure sono state attivamente utilizzate nell'ambito della politica monetaria o per il contenimento di rischi in determinati settori economici: «macroprudential policies are usually described as novel and their tools as an innovation. While American authorities have not actively used the macroprudential tools discussed in this paper since the early 1990s, prior to that they were in frequent use and a commonly accepted part of the policy toolkit. Some of these tools were closely connected to monetary policy, when the central bank used them to affect general monetary and credit conditions. Other tools addressed credit distress or excess in specific sectors of the economy on a selective basis and were less connected to monetary policy»; si veda, D.J. ELLIOTT, G. FELDBERG, A. LEHNERT, *The History of Cyclical Macroprudential Policy in the United States*, Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2013-29, 4.

Per tentare una prima sistematizzazione, è possibile prendere le mosse dalle classificazioni di carattere tecnico individuate in ambito internazionale e nelle raccomandazioni adottate dall'ESRB.

Secondo una ricostruzione proposta congiuntamente da IMF, FSB, e BIS ⁽¹⁴⁴⁾, i *tool* di carattere macroprudenziale possono essere distinti in funzione della *dimensione* del rischio sistemico sulla quale intenderebbero incidere ⁽¹⁴⁵⁾.

Gli strumenti diretti a incrementare la capacità di resilienza a fronte di *shock* e a contenere la tendenza pro-ciclica delle attività, aggredendo quindi la c.d. *time-dimension* del rischio sistemico, sono di tre tipi: le misure relative ai requisiti di capitale degli intermediari bancari e finanziari, a loro volta da distinguere tra quelle che incidono su tutti gli intermediari e quelle che riguardino solo specifiche attività; le restrizioni concernenti *asset* e impieghi degli intermediari, specificamente in relazione a esposizioni verso determinati settori dell'attività economica; le misure che impongono requisiti di liquidità.

Rientrano nel primo “tipo”, i c.d. *broad-based capital tools*, che includono i *dynamic provisioning requirements*, i *buffer* di capitale contro ciclici, i *time-varying leverage ratio caps*, e gli *stress-test* fondati su scenari macroeconomici vulnerabili. Appartengono alla seconda categoria i c.d. *sectoral capital and asset-side tools*, che intenderebbero prevenire i rischi derivanti dall'espansione creditizia in specifici comparti dell'economia, comprendendo misure quali i requisiti di capitale settoriali, i *floor* ponderati per il rischio, e varie misure restrittive del credito rapportate a specifici *ratios* e generalmente applicate per esposizioni verso il settore immobiliare (*loan-to-value* (LTV) o categorie più o meno diversificate di prenditori di credito (ad es., il *debt-service-to-income* (DSTI) e il *loan-to-income* (LTI)) ⁽¹⁴⁶⁾. Rientrano infine nella terza categoria i c.d. *liquidity related tools*, che includono misure quali gli obblighi di differenziazione delle riserve di liquidità, i *liquidity coverage ratios* (LCR), e i limiti al rapporto tra esposizioni creditizie e depositi (*loan-to-deposit*, LTD).

Gli strumenti diretti a mitigare i rischi sistemici derivanti dall'interconnessione e dalla propagazione del “contagio” (c.d. *cross-sectoral dimension*) sono invece di due tipi. In primo luogo, vi rientrano i requisiti di capitale aggiuntivi per *global and domestic systemically important banks and insurers* (rispettivamente indicate con le sigle G-SIBs, D-SIBs e/o G-

⁽¹⁴⁴⁾ IMF-FSB-BIS, *Elements of Effective Macroprudential Policies. Lessons from International Experience*, 31 agosto 2016, in www.imf.org/external/np/g20/pdf/2016/083116.pdf.

⁽¹⁴⁵⁾ V. *supra*, § 4.1.

⁽¹⁴⁶⁾ Queste misure, secondo evidenze statistiche, «*have been found to have a relatively strong impact on the volume of credit, thereby helping to moderate procyclical feedback between asset prices and credits*»; così, IMF-FSB-BIS, *Elements*, cit., 11.

SIIIs)⁽¹⁴⁷⁾, gli *additional loss absorbency requirements* volti a facilitare l'implementazione di misure di risanamento e risoluzione delle G-SIBs⁽¹⁴⁸⁾, e le ulteriori misure di carattere prudenziale volte a ridurre il rischio di contagio attraverso restrizioni alle esposizioni e incrementi dei coefficienti di ponderazione per il rischio⁽¹⁴⁹⁾. In secondo luogo, è fra questi ricompreso un insieme molto ampio di iniziative regolatorie di vario genere, accumulate dall'idea di ridurre l'impatto di effetti-domino: alcune misure, in tal senso, sono volte ad assicurare la concentrazione dei rischi negli interscambi all'interno di controparti centrali, specie ove venga in rilievo il *clearing* di strumenti finanziari derivati negoziati *over-the-counter*⁽¹⁵⁰⁾; altre iniziative, invece, mirano a ricondurre entro le maglie della vigilanza e della regolazione certe attività e operatori a esse estranei, aggredendo il fenomeno del c.d. *shadow banking system*.

Rivolgendo l'attenzione allo scenario europeo, la principale operazione di classificazione delle misure macroprudenziali si deve all'ESRB, che ne ha stabilito, anteriormente all'avvio del meccanismo unico di vigilanza (MVU) e all'emanazione della quarta direttiva per il settore bancario (CRD IV)⁽¹⁵¹⁾ e del Regolamento sui requisiti di capitale (CRR)⁽¹⁵²⁾, un'articolazione in cinque aree, corrispondenti agli obiettivi intermedi che le autorità macroprudenziali nazionali dovrebbero perseguire nell'esecuzione del

⁽¹⁴⁷⁾ Sulle GSIBs e le DSIBs si veda BCBS, *Global systemically important banks: updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirement*, luglio 2013, in www.bis.org/publ/bcbs255.pdf; sui requisiti per gli intermediari assicurativi sistemici, vedasi International Association of Insurance Supervisors (IAIS), *Higher loss absorbency requirement for G-SIIs*, ottobre 2015, in www.iaisweb.org/page/supervisory-material/financial-stability-and-macroprudential-policy-and-surveillance/file/57131/iais-higher-loss-absorbency-requirement-for-g-siis.

⁽¹⁴⁸⁾ Il riferimento è ai principi elaborati dal FSB in materia di *total loss-absorbing capacity* (TLAC); vedasi FSB, *Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution. Total Loss-absorbing Capacity / TLAC) Term Sheet*, novembre 2015, in www.fsb.org/wp-content/uploads/TLAC-Principles-and-Term-Sheet-for-publication-final.pdf.

⁽¹⁴⁹⁾ Sul tema delle esposizioni significative si veda BCBS, *Supervisory framework for measuring and controlling large exposures*, aprile 2014, in www.bis.org/publ/bcbs283.pdf.

⁽¹⁵⁰⁾ Si veda, ad esempio, FSB, *Implementing OTC Derivatives Market Reforms*, ottobre 2010, in www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101025.pdf. Inerente a tale tematica è il problema del risanamento e della risoluzione delle controparti centrali (CCPs); in ambito UE, si segnala la proposta della Commissione europea del novembre 2016 (2016/0365), *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on a framework for the recovery and resolution of central counterparties and amending Regulations (EU) No 1095/2010, (EU) No 648/2012, and (EU) 2015/2365*. La disciplina europea in materia di CCPs è recata dal Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 luglio 2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni.

⁽¹⁵¹⁾ Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, in GU L 176/338 del 27 giugno 2013.

⁽¹⁵²⁾ Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, in GU L 176/338 del 27 giugno 2013.

proprio mandato ⁽¹⁵³⁾. Trattasi, peraltro, di un insieme solo indicativo di misure, poiché - come osserva lo stesso ESRB - «è possibile che gli Stati membri optino per alcuni (strumenti) più adatti a fronteggiare i rischi per la stabilità finanziaria sul piano nazionale» ⁽¹⁵⁴⁾: come si vedrà più innanzi, in effetti, le misure macroprudenziali sono ancora solo parzialmente armonizzate all'interno del mercato unico europeo, asimmetria sostanziale cui sono correlati significativi squilibri nel livello di convergenza delle prassi macroprudenziali entro e fuori l'Eurozona ⁽¹⁵⁵⁾.

Le misure rientranti nelle prime due aree coincidono, in buona sostanza, con quelle che, in ambito internazionale, si considerano dirette a mitigare le distorsioni che possano emergere in connessione alla dimensione c.d. *temporale* del rischio sistemico. In particolare, la prima area di misure concerne quelle tese ad attenuare o prevenire livelli eccessivi di espansione del credito e di leva finanziaria. Sono inclusi al suo interno cinque strumenti: la riserva di capitale anticiclica (CCyB); i requisiti patrimoniali specifici per settore; il coefficiente di leva finanziaria a fini macroprudenziali; i limiti obbligatori al rapporto prestito valore (LTV); i limiti obbligatori al rapporto prestiti/redditi o (servizio del) debito (LTI). Risultano correlati a tali strumenti anche i requisiti patrimoniali aggiuntivi per le istituzioni finanziarie di importanza sistemica, indicati tra gli strumenti volti a limitare il fenomeno del *too big to fail* (v. *infra*).

Sono finalizzati ad attenuare e prevenire un eccessivo disallineamento delle scadenze e carenze di liquidità del mercato - come detto, secondo obiettivo intermedio delle politiche macroprudenziali - quattro tipologie di misure: l'adeguamento macroprudenziale del coefficiente di liquidità (ad esempio, il già ricordato *liquidity coverage ratio*, LCR); le restrizioni macroprudenziali sulle fonti di finanziamento (ad esempio, il coefficiente netto di finanziamento stabile, o *net stable funding ratio*, NSFR); il limite macroprudenziale non ponderato ai finanziamenti meno stabili (ad esempio, il ricordato

⁽¹⁵³⁾ Raccomandazione del Comitato europeo per il rischio sistemico del 4 aprile 2013 sugli obiettivi intermedi e gli strumenti di politica macroprudenziale (CERS/2013/1), in GU C 170/1 del 15 giugno 2013. È importante ricordare che, ai sensi della Sezione 3 di tale raccomandazione, l'ESRB può fornire indicazioni alle autorità macroprudenziali nazionali su come attuare e applicare in maniera migliore gli strumenti macroprudenziali attraverso raccomandazioni. In relazione al mandato delle autorità nazionali, si veda la Raccomandazione del Comitato europeo per il rischio sistemico del 22 dicembre 2011 relativa al mandato macroprudenziale delle autorità nazionali (CERS/2011/3), in GU C 41/1 del 14 febbraio 2012. Per una visione complessiva della materia, sebbene di estremo dettaglio tecnico, si rinvia alla lettura dell'*handbook* pubblicato dall'ESRB nel 2014, *The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector*, in www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140303_esrb_handbook_mp.en.pdf.

⁽¹⁵⁴⁾ ESRB, *Allegato alla Raccomandazione sugli obiettivi intermedi e gli strumenti di politica macroprudenziale*, § 3.

⁽¹⁵⁵⁾ V. *infra*, Capitolo Terzo, *passim*.

ratio tra esposizioni creditizie e depositi - LTD); i margini e gli scarti di garanzia obbligatori (*collateral*).

La terza area di strumenti comprende invece misure atte a limitare la concentrazione delle esposizioni dirette e indirette, e vi rientrano le restrizioni alle grandi esposizioni e gli obblighi di compensazione tramite controparti centrali. Sono invece volti a limitare «*l'impatto sistemico degli incentivi disallineati per ridurre l'azzardo morale*», i requisiti patrimoniali aggiuntivi per le istituzioni finanziarie di importanza sistemica. Infine, rientrano fra gli strumenti diretti a rafforzare la capacità di “tenuta” delle infrastrutture finanziarie i margini e scarti di garanzia obbligatori per la compensazione tramite CCPs, gli obblighi di segnalazione rafforzati per le stesse CCPs e la c.d. «*riserva per il rischio sistemico*» strutturale ⁽¹⁵⁶⁾.

I *tools* riferiti a questo secondo gruppo di obiettivi intermedi sono correlati, secondo lo schema proposto in ambito internazionale, alla mitigazione dei profili attinenti alla dimensione *cross-sectoral* del rischio sistemico.

A seguito del rafforzamento del sistema dei requisiti prudenziali per gli intermediari bancari in ambito europeo derivante dall'introduzione della CRD IV e del CRR che hanno reso operative nel mercato unico le regole stabilite con il terzo accordo sul capitale di Basilea, è stato peraltro necessario chiarire il rapporto tra adozione di misure per finalità macroprudenziali e adozione di misure previste per finalità micro-, nonché la diversa progressione nell'esercizio della discrezionalità cui le autorità macroprudenziali dovrebbero attenersi ⁽¹⁵⁷⁾. Come meglio si noterà in sede di ricostruzione dell'articolazione propria dell'ordinamento europeo ⁽¹⁵⁸⁾, è utile distinguere tre tipologie di misure in relazione alla diversa fonte normativa: vi sono misure che possono essere adottate dalle autorità microprudenziali o dalle autorità macroprudenziali nazionali sulla base della disciplina di recepimento della CRD IV o in applicazione del CRR; misure che possono essere applicate ai sensi della disciplina nazionale che governi i poteri delle autorità macroprudenziali, e che non sono armonizzate a livello europeo, specie in quanto esulanti dalla disciplina di armonizzazione massima applicabile al settore bancario; misure, infine, che possono essere applicate, nell'ambito del MVU, da parte della BCE o delle autorità

⁽¹⁵⁶⁾ V. *infra*, Capitolo Terzo, § 4.2.

⁽¹⁵⁷⁾ Sul punto, si è osservato che «(p)erhaps the greatest challenge was the development of a macroprudential toolkit that was adapted to the Single Rulebook that EU institutions were developing as a set of consistent rules applicable directly in all Member States»: così, G. NAPOLETANO, *Legal aspects*, cit., 140-141.

⁽¹⁵⁸⁾ V. *infra*, Capitolo Terzo, § 3 e 4.

nazionali partecipanti, e che costituiscono un sottoinsieme della prima categoria. Tale complessità, qui solo accennata, è il precipitato della costruzione “per gradi” dell’edificio della politica macroprudenziale nell’UE: dapprima l’istituzione di un’autorità macroprudenziale pan-europea con compiti di supervisione e limitati poteri non vincolanti; successivamente, l’individuazione di misure a contenuto macroprudenziale applicabili prevalentemente in ambito bancario e in parallelo alla designazione di autorità nazionali; infine, il varo dell’unione bancaria e la condivisione di alcuni poteri macroprudenziali in ambito sovranazionale, pur nel limitato contesto dell’area monetaria unica.

4.3 Spunti problematici

Nell’analizzare il sistema dei controlli pubblicistici sulla finanza privata, la scienza giuridica ha elaborato una nota ricostruzione che ne individua i caratteri portanti in elementi di genere - a loro volta articolati in profili soggettivi, oggettivi e relazionali - e di specie - questi ultimi da distinguere in caratteristiche della struttura dell’attività di controllo ed effetti di quest’ultimo ⁽¹⁵⁹⁾. Il tratto di genere oggettivo è identificato nella «*attività economica privata svolta in forma di impresa*» a carattere finanziario, intesa quale fenomeno unitario, «*in quanto tale regolato sul piano della struttura come sul piano della funzione*» ⁽¹⁶⁰⁾, e dalla cui presenza deriva l’individuazione dei principi generali che informano l’attività di controllo. Rispetto a tale tratto, le attività di vigilanza e regolazione macroprudenziale si connotano per una particolarità: loro oggetto primario è non già l’attività di un’impresa, o di un complesso concluso di imprese, singolarmente intese, ma il corretto funzionamento di un *sistema*, ovvero l’insieme di soggetti, privati e no, che interagiscono in modi molteplici e risultano legati dal comune tratto distintivo costituito dalle caratteristiche tipologiche e funzionali dell’attività imprenditoriale svolta.

Ciò ha due importanti conseguenze, rispettivamente riguardanti (i) la possibile attrazione di un soggetto privato, in ragione del suo valore sistemico, all’interno di un regime pubblicistico di controllo connotato da specialità, e/o da forme addizionali di controllo sull’autonomia imprenditoriale, e (ii) la potenziale deviazione del potere di regolazione macroprudenziale verso forme di indirizzo del mercato. Tali due

⁽¹⁵⁹⁾ L. TORCHIA, *Il controllo*, cit., 450 ss.

⁽¹⁶⁰⁾ *IBID*, 452.

problematiche introducono alcuni degli interrogativi portanti della presente ricerca, e sono quindi brevemente approfondite.

In primo luogo, per effetto dell'intervento regolatorio macroprudenziale, imprese che svolgano (i) attività *finanziarie* da un punto di vista economico-funzionale, e (ii) con modalità (anche organizzative) tali da minacciare la stabilità sistemica, possono essere ricondotte entro schemi pubblicistici di controllo, spesso di tipo rafforzato, dalle quali risulterebbero altrimenti, in tutto o in parte, sottratte: un tipico esempio, in tal senso, è rappresentato dal potere di *designation* di *nonbank financial holding companies* da parte del FSOC statunitense ⁽¹⁶¹⁾. L'esercizio di questo particolare potere sovverte l'ordine di accesso a un regime riservato e soggetto a controlli pubblicistici che incide su imprese "speciali": questo dipende non già o non più da un'istanza del privato, ma da un intervento dell'autorità che, fondato su un'esigenza di prevenzione di una particolare declinazione del rischio sistemico, e in specie dell'esistenza di intermediari *too big to fail* e non adeguatamente regolati, determina una trasformazione dello *status* dell'impresa interessata.

Quali effetti pone, dal punto di vista dell'attività amministrativa, tale "inversione"? In particolare, quali regole e criteri, anche di fonte legislativa, presiedono alla determinazione dell'autorità, circoscrivendone la discrezionalità? In che misura, ancora, l'impresa interessata può partecipare al procedimento che ne determina il carattere "speciale", e quali effetti si verificano per la platea ulteriore di soggetti in condizioni non dissimili? Infine, in che modo, data la sfuggevolezza dei concetti tecnici assunti a riferimento e delle considerazioni sottese a tali valutazioni in relazione alle finalità regolatorie macroprudenziali, è in concreto possibile operare un sindacato su tali scelte?

In secondo luogo, si è rilevato come l'orientamento finalistico della vigilanza macroprudenziale ha come proprio elemento centrale il mantenimento della funzione essenziale che i moderni assetti di mercato attribuiscono al sistema finanziario: assicurare in maniera efficiente e senza turbamenti l'erogazione di credito all'economia reale, e garantire il corretto e ordinato interscambio di flussi monetari. Alla luce di tali caratteristiche, l'attività di regolazione macroprudenziale pone un interrogativo essenziale: se, almeno in certe sue forme di estrinsecazione, essa non possa rendere nuovamente attuale il problema dell'indistinzione fra scelte sull'allocazione del risparmio e (strumenti di) tutela della stabilità sistemica ⁽¹⁶²⁾, in quanto in astratto idonea a guidare le risorse

⁽¹⁶¹⁾ Su cui v. *infra*, Capitolo Secondo, § 4.2.1.

⁽¹⁶²⁾ L. TORCHIA, *Il controllo*, cit., 384.

finanziarie verso destinazioni “preferibili”, distribuendo queste ultime secondo atti che divengono non già espressione dell’esercizio di un’attività discrezionale, ma di indirizzo a carattere politico-economico ⁽¹⁶³⁾.

Per circoscrivere la problematica, occorre richiamare alcuni aspetti della tipologia di misure che possono essere adottate per finalità di regolazione macroprudenziale del sistema finanziario, proponendo una loro distinzione funzionale al prosieguo dell’analisi a partire da alcuni esempi.

Come si è osservato in precedenza, le misure macroprudenziali presentano caratteri e contenuto eterogenei. Risulta particolarmente variegata, invero, la tipologia di effetti che possono discendere dalla loro applicazione, rimozione o mancata applicazione. Questo aspetto pone rilevanti interrogativi in ordine all’individuazione dei destinatari di tali misure, e alle forme, tipologie e spazi di esercizio della discrezionalità nella loro adozione.

Si pensi, ad esempio, alle regole in materia di TLAC, applicabili solo alle banche qualificate come sistemiche a livello globale o domestico: in questi casi, l’intervento di regolazione consisterà, in primo luogo, nella definizione di parametri generali atti a individuare il carattere sistemico di un intermediario; a ciò seguirà una periodica applicazione, quasi automatica e a basso contenuto discrezionale, dei criteri così individuati, da cui discenderanno specifici obblighi di fare (o di non fare) per un dato gruppo di intermediari; il ciclo sarà completato da eventuali aggiornamenti dei parametri stessi per consentire un loro adeguamento all’andamento del sistema finanziario ed economico in genere.

Si pensi, invece, alla decisione di imporre requisiti patrimoniali aggiuntivi nei confronti di intermediari che presentino un elevato *stock* di impieghi verso un settore economico che mostri segni di instabilità potenzialmente capaci di generare effetti detrimenti per l’intero sistema finanziario. La calibrazione di tale misura potrebbe generare effetti penalizzanti solo per alcuni degli intermediari che si trovino in situazioni analoghe, per tacere - poi - dei beneficiari di quelle specifiche erogazioni di credito: la definizione del grado di esposizione rilevante (ad es., i volumi di attività verso tale settore) risulterebbe in tali casi cruciale per stabilire l’esatto perimetro dei destinatari. Ma in che

⁽¹⁶³⁾ Come si è osservato, in effetti, «(o)ne of the concerns of those who oppose macroprudential policy, or worry about potential excesses, is the possibility that governments will return to micromanaging credit allocation within their economies», D.J. ELLIOTT, G. FELDBERG, A. LEHNERT, *The History*, cit., 7.

misura tale esercizio di elaborazione dei criteri sarebbe soggetto a procedure nelle quali i diversi interessi potrebbero trovare adeguata rappresentazione e dunque essere “attivi”? Ove queste procedure fossero assenti o insufficienti, quali rimedi sarebbero concretamente accessibili? Sarebbe possibile sindacare finanche l'*am* della misura, dimostrando l'insussistenza di un rischio sistemico attuale o prospettico, ovvero la circostanza che il ricorso ad altra misura avrebbe consentito di realizzare il medesimo obiettivo con minor sacrificio per gli interessi dei destinatari della misura prescelta, in ossequio al generale principio di proporzionalità?

I due esempi mostrano come la concreta individuazione dei destinatari di misure macroprudenziali dipende da una complessa combinazione di criteri oggettivi e soggettivi connotata da margini di discrezionalità particolarmente ampi, solo in parte circoscrivibili a livello normativo. Tale discrezionalità, tuttavia, non presenta caratteri uniformi: in determinate circostanze essa si esplica in una fase antecedente all'imposizione di una certa misura, ovvero in quel momento dell'attività che coincide con la posizione dei criteri di esercizio della stessa, e che - come si osserverà nel prosieguo - può essere in parte circoscritta e indirizzata dal legislatore, in parte specificata in via di dettaglio dalle stesse autorità di settore con atti regolatori connotati da varie gradazioni di vincolatività; in altre circostanze, invece, essa si esplica nella fase di concreta scelta e successiva applicazione di una data misura, seppur nel quadro di una posizione di regole ad alto contenuto tecnico che costituiscono il sostrato delle scelte concretamente operate. In ultima analisi, tale differenza impone allora di considerare se, come e con quali limiti tali distinte valutazioni costituiscano oggetto del confronto tra autorità e platea dei (potenziali) destinatari, o, se del caso, di successiva verifica in sede giurisdizionale.

Per tentare una prima distinzione degli interventi regolatori di carattere macroprudenziale strumentale alla disamina di queste problematiche, è possibile ricorrere a due criteri: l'uno che valorizzi gli elementi di tipo soggettivo; l'altro che attribuisca rilievo ai profili di tipo oggettivo, ossia agli effetti delle misure rispetto al sistema economico e finanziario ⁽¹⁶⁴⁾.

⁽¹⁶⁴⁾ Richiamando il tema delle diverse dimensioni del rischio sistemico, alcuni autori distinguono tra misure strutturali e misure cicliche; in particolare, D.J. ELLIOTT, G. FELDBERG, A. LEHNERT, *The History*, cit., 3, affermano: «*structural policies mitigate threats to financial stability that are presents at all times while cyclical policies mitigate threats to the financial system that wax and wane over time*». Rispetto a questi ultimi, gli stessi A. distinguono tra «*tools that operate on the demand for credit, such as limits on loan-to-value ratios and loan maturities, and those that operate on the supply of credit, such as limits on deposit rates [...], limits on lending rates, restrictions on banks' portfolios, reserve requirements, capital requirements, and supervisory pressure*».

In un'ottica soggettiva, si può affermare che le misure macroprudenziali possono rivolgersi *a)* a una pluralità indistinta e indeterminata di soggetti che svolgano un'attività economica di carattere finanziario, in quanto dirette a correggere fattori di rischio a spettro esteso che incidano sull'intero sistema finanziario o su di una consistente porzione dello stesso ⁽¹⁶⁵⁾; *b)* a un insieme ristretto di soggetti operanti sul mercato finanziario, individuati in maniera omogenea alla luce di caratteristiche oggettive o soggettive che li contraddistinguano e rendano rispettivamente esposti a vulnerabilità sistemiche in misura comparativamente più rilevante rispetto ad altri soggetti, ovvero essi stessi fonte di rischi sistemici per altri componenti del sistema; ovvero *c)* a un singolo soggetto operante sul mercato finanziario, alla luce di talune caratteristiche sue proprie.

In linea oggettiva, invece, le misure di carattere macroprudenziale possono essere distinte in ragione degli effetti più o meno ampi che derivano dalla loro applicazione. Vi saranno quindi misure che, *a)* imponendo limiti e restrizioni all'offerta di credito e alla concentrazione di esposizioni anche limitatamente a determinati settori economici, determineranno un'allocatione delle risorse economiche e del credito strumentale alla prevenzione di rischi sistemici; *b)* garantendo sicurezza e certezza degli scambi e una corretta regolazione delle transazioni, saranno idonee a incidere sul funzionamento di quelle infrastrutture di mercato che in vario modo consentono l'interazione fluida e continua tra le diverse componenti del sistema finanziario; *c)* avranno un impatto limitato, circoscritto a un novero ristretto di soggetti, o anche a un solo soggetto, e tali da incidere su una contenuta sfera di libertà di iniziativa economica, ma nondimeno capaci di imporre requisiti di "struttura" fortemente compressivi ⁽¹⁶⁶⁾.

La distinzione proposta non ha mero rilievo descrittivo.

La prospettiva soggettiva ripropone al centro dell'analisi il tema della partecipazione all'assunzione di decisioni a contenuto macroprudenziale e l'effettività dei rimedi giurisdizionali; impone, quindi, una considerazione dell'insieme di atti di cui consta l'attività amministrativa di cura dell'interesse pubblico alla stabilità del sistema finanziario, nonché delle tecniche di regolazione cui si fa ricorso per la ponderazione degli interessi rilevanti ⁽¹⁶⁷⁾. Il profilo oggettivo pone invece al centro dell'analisi il problema dei rapporti

⁽¹⁶⁵⁾ Si pensi, ad esempio, all'introduzione di una misura CCyB nei confronti di tutti gli intermediari soggetti a regolazione prudenziale.

⁽¹⁶⁶⁾ Si pensi alle misure di separazione tra banche di investimento e banche "tradizionali", anch'esse adottate e implementabili in ottica macroprudenziale.

⁽¹⁶⁷⁾ Bisogna avvertire, tuttavia, del fatto che alcune misure di carattere macroprudenziale sono stabilite in atti di rango primario, e dunque non con provvedimenti delle autorità macroprudenziale; è chiaro che,

tra tecnica e politica, e dei diversi moduli di organizzazione dell'attività di regolazione macroprudenziale. Su quest'ultimo aspetto si sofferma il paragrafo che segue, ove si circoscriveranno gli ulteriori spunti problematici al centro della ricerca.

5. I caratteri soggettivi della regolazione macroprudenziale

L'individuazione di un'autonoma funzione volta ad assicurare la stabilità del sistema finanziario in termini di contenimento del rischio sistemico pone il nodo cruciale dell'allocazione della medesima entro l'organizzazione dei pubblici poteri ⁽¹⁶⁸⁾.

Nel particolare ambito in esame, gli aspetti di tipo istituzionale impongono il confronto con due ordini distinti di problemi. Per un verso, riemergono riflessioni che tradizionalmente accompagnano il riordino di comparti settoriali della regolazione in ottica di efficientamento della macchina amministrativa e isolamento da ingerenze politiche, normalmente realizzato mediante ricorso a formule organizzative che, dipartendosi dall'allocazione entro le strutture di governo rientranti nel circuito democratico-rappresentativo, danno luogo ad autorità, agenzie e altre figure *indipendenti*. Per altro verso, e da un punto di vista quindi più squisitamente legato alla natura della funzione di regolazione macroprudenziale, si pone il problema del rapporto con le altre attività di vigilanza e regolazione dirette ad assicurare il corretto funzionamento del sistema finanziario, sulle cui interazioni ci si è soffermati - ricostruendo il relativo dibattito in ottica tecnico-sostanziale- all'interno del paragrafo precedente.

Sotto il primo versante si rileva come, negli ultimi decenni, l'indagine intorno ai profili soggettivi e istituzionali della regolazione finanziaria si è venuta saldando a due fenomeni più ampi e di indiscussa importanza che hanno interessato ambiti ulteriori delle regolazioni economiche. Il primo è rappresentato dall'istituzione delle autorità amministrative indipendenti, figura di per sé inedita, sino a qualche tempo fa, nel panorama dell'amministrazione statale nazionale, cui sono state ricondotte - pur non tutte con consenso unanime - le diverse autorità di vigilanza finanziaria ⁽¹⁶⁹⁾. Il secondo, in certo

quindi, le misure dagli effetti più estesi sotto il profilo soggettivo e oggettivo rileveranno nell'ambito della presente analisi solo ove siano adottate dalle *authorities*, ossia laddove costituiscano una fonte di regolazione sub-primaria a carattere generale.

⁽¹⁶⁸⁾ Come si è notato, infatti, «(w)hether macroprudential supervision succeeds in tying together the policies and actions of the supervisory system will crucially depend on the strength of the institutional framework. Will the new framework merely add a further player to the already complex supervisory system, or will it permit the new agencies to develop into powerful, central-bank-like institutions?» C. WEISTROFFER, *Macroprudential supervision*, DB Research Current Issue, maggio 2012.

⁽¹⁶⁹⁾ Sulle autorità amministrative indipendenti, il contributo della dottrina italiana è stato particolarmente ricco. Tra i primissimi studi, si segnalano, senza pretesa di esaustività, G. VESPERINI, *Le funzioni delle Autorità amministrative indipendenti*, in *Dir. Banca e merc. fin.*, 1990, 415; F. BASSI, F. MERUSI (a cura di), *Mercati e*

modo più recente, concerne il processo di *agencification* verificatosi nell'ordinamento europeo ⁽¹⁷⁰⁾, e che ha avuto un significativo impatto anche nel settore economico qui di interesse alla luce del rafforzamento dell'apparato di controllo sovranazionale in esito alla crisi globale ⁽¹⁷¹⁾. Entrambi i fenomeni, come noto, hanno profonde radici nell'esperienza dell'ordinamento statunitense ⁽¹⁷²⁾.

Sotto tale profilo, gli interrogativi che si pongono, e che costituiranno l'oggetto della ricerca nei diversi ordinamenti considerati, sono da circoscrivere come segue.

A quali figure organizzative è stato attribuito il compito di monitorare il rischio sistemico all'interno del sistema finanziario, e di adottare le misure macroprudenziali orientate a correggere eventuali squilibri ovvero a garantire il permanere di condizioni stabili? Si tratta di funzione rimessa ad amministrazioni tradizionali, inserite nel circuito della legittimazione politica e della connessa responsabilità tecnico-amministrativa ⁽¹⁷³⁾?

amministrazioni indipendenti, Milano, Giuffré, 1993; M. MANETTI, *Poteri neutrali e Costituzione*, Milano, Giuffré, 1994, nonché A. PREDIERI, *L'erompere delle Autorità amministrative indipendenti*, Firenze, Passigli editore, 1997. Si vedano inoltre, almeno, gli scritti di G. AMATO, *Le autorità indipendenti*, Relazione al convegno organizzato dalla Riv. trim. di dir. e proc. Civile, *Le autorità amministrative indipendenti*, Bologna, 14 dicembre 1996; ID., *Autorità semi-indipendenti ed autorità di garanzia*, in Riv. trim. dir. pubbl., 1997, 645; S. CASSESE, *Poteri indipendenti, Stati, Relazioni ultrastatali*, in Foro it., 1996, 1, 1, 7; ID., *Chi ha paura delle autorità indipendenti?*, in Mercato concorrenza, regole, 3, 1999, 471; G. PERICU, *Brevi riflessioni sul ruolo istituzionale delle autorità indipendenti*, in Dir. amm., 1996, 4; E. BANI, *Stato regolatore e autorità indipendenti*, in M. GIUSTI (a cura di), *Diritto pubblico dell'economia*, Padova, CEDAM, 1997; M. MANETTI, voce *Autorità indipendenti*, in Enc. giur., Treccani, IV, Roma, 1997; V. CAIANELLO, *Le autorità indipendenti tra potere politico e società civile*, in Foro amm., 1997, 234; M. CLARICH, *Il procedimento davanti alle Autorità indipendenti*, in Dir. amm., 1999; ID., *Per uno studio sui poteri normativi della Banca d'Italia*, in Banca impresa società, 1, 2003, 39; E. MARTINELLI, *Autorità indipendenti e politica*, in Amministrare, 1, 2000, 127; F. CARINGELLA, R. GAROFOLI, *Le Autorità amministrative indipendenti*, Napoli, Simeone, 2000; M. CUNIBERTI, *Autorità amministrative indipendenti e Costituzione*, in Riv. dir. cost., 2002, 15; F. DONATI, *Le autorità indipendenti tra diritto comunitario e diritto interno*, in Dir. Un. Eur., 2006, 27; N. LONGOBARDI, *Autorità amministrative indipendenti e sistema giuridico istituzionale*, Torino, Giappichelli, 2009; G. NAPOLITANO, A. ZOPPINI, *Autorità indipendenti e mercati di fronte alla crisi economica. Cronistoria e prospettive di una riforma*, il Mulino, Bologna, 2009; D. CROCCO, *Le autorità amministrative indipendenti di regolazione e vigilanza dei mercati. Lineamenti di diritto pubblico dell'economia*, Napoli, Jovene, 2012; G. LUCHENA, *Autorità indipendenti e costituzione economica*, in Amministrazione in cammino, 11, 2016.

⁽¹⁷⁰⁾ Si sofferma sul tema con riferimento alle autorità europee di vigilanza *micro-prudenziale* M. SIMONCINI, *Nuovi regolatori e vecchi principi nel diritto dell'UE. Poteri e limiti delle autorità europee di vigilanza finanziaria*, in Nomos, 1, 2016.

⁽¹⁷¹⁾ Si veda, *infra*, Capitolo Terzo, spec. § 2 e § 4 per i riferimenti anche bibliografici.

⁽¹⁷²⁾ Tra i molti, CASSESE ha osservato come, negli Stati Uniti, «lo sviluppo delle independent regulatory agencies fu il frutto dell'allargamento della government regulation e della produzione di diritto mediante leggi [...]»; si è inoltre ricordato come tali autorità vennero istituite anteriormente all'approvazione della disciplina sul procedimento amministrativo, e quale strumento di «scientific alternative to judicial decision making»; così S. CASSESE, *Le autorità indipendenti: origini storiche e problemi odierni*, in S. CASSESE, C. FRANCHINI (a cura di), *I garanti delle regole. Le autorità indipendenti*, Bologna, il Mulino, 1996, 219. Un altro studioso ha ricordato come «(l)'istituzione di commissioni indipendenti ha consentito l'introduzione negli Stati Uniti di forme di intervento pubblico nell'economia sganciate dalle ingerenze dell'esecutivo federale: ciò spiega in buona parte la fortuna di questo modello, che da una parte appariva maggiormente in linea con la tradizione della libertà di impresa radicata in quel paese e, dall'altro, introduceva una sorta di contrappeso all'espansione dei poteri della federazione nei confronti delle prerogative degli Stati membri»; così F. DONATI, *Le autorità indipendenti*, cit., 35.

⁽¹⁷³⁾ F. TRIMARCHI BANFI, *Lezioni di diritto pubblico dell'economia*, Torino, Giappichelli, 2016, 45.

Oppure il prevalere delle istanze tecnocratiche ⁽¹⁷⁴⁾ ha indotto a incardinarla in autorità o figure indipendenti o, ancora, all'interno delle banche centrali, alla luce del ruolo da queste storicamente svolto a tutela del valore della moneta? Nell'un caso e nell'altro, come rispondere alle esigenze di disporre di un'elevata *expertise* tecnica, di assicurare un adeguato isolamento da pressioni pubbliche o private e di garantire un livello di *accountability* coerente con i principi delle democrazie liberali? In che modo, in particolare, l'esercizio di tale funzione e dei meccanismi di *accountability* è andato "distribuendosi" in ordinamenti nei quali, come nel caso europeo e statunitense, l'esercizio dei poteri di controllo e l'indirizzo politico-economico sono allocati su più livelli? A quali tecniche di interazione e integrazione si è fatto ricorso per assicurare l'efficacia del coordinamento e della cooperazione tra gli attori coinvolti, oltre che l'effettività delle azioni intraprese?

Quanto al secondo versante, si è visto come la stabilità finanziaria, declinata quale obiettivo dell'approccio macroprudenziale, è venuta progressivamente emancipandosi dagli ulteriori fini della regolazione di settore, pur mantenendo con questi ultimi stretti legami. Le diverse funzioni, tuttavia, non stanno in rapporto di reciprocità biunivoca: gli "obiettivi ulteriori" della regolazione finanziaria possono ma non necessariamente consentono di contribuire, *in ottica sistemica*, alla stabilità finanziaria; al contempo, interventi di regolazione macroprudenziale possono ma non necessariamente consentono di contribuire al raggiungimento dei detti "obiettivi ulteriori", potendo porsi in eventuale conflitto con uno o più di essi. Ne consegue che gli assetti istituzionali che informano l'ingresso della regolazione macroprudenziale nell'area delle responsabilità *esplicite* delle autorità pubbliche di controllo sul sistema bancario e finanziario possono alternativamente esacerbare o mitigare tale conflitto ⁽¹⁷⁵⁾.

In chiave istituzionale, pertanto, il dilemma del rapporto tra prospettive macro e micro-, da un lato, e tra politica monetaria e regolazione macroprudenziale, dall'altro, solleva molteplici interrogativi, che la ricerca intende esplorare.

⁽¹⁷⁴⁾ Le implicazioni politologiche della necessità di gestire rischi sistemici sono acutamente messe in luce e contestualizzate in via generale da H. WILLKE, E. BECKER, C. ROSTÁSY, *Systemic Risk*, cit., 13-14: «Increasingly, politics is confronted with problems which by far surpass the expertise and comprehension of average people, for instance the median voter. [...] Politicians and political parties seeking majorities and (re-)election may appreciate the importance of these topics, but they will not devote precious time and resources to questions which are boring and incomprehensible to a vast majority of voters. This mechanism leaves ample room for specialists and organized interest groups, thus abrogating the ideal of open democratic discourse and deliberation».

⁽¹⁷⁵⁾ IMF, *Key Aspects*, cit., 14: «Another way of dealing with these conflicts is to establish institutional mechanisms that allow for their resolution. In particular, where the macroprudential decision-maker is established as a macroprudential committee, this allows for supervisory agencies to participate in macroprudential decision-making, allowing for supervisory perspectives to be brought to bear».

Sotto il primo profilo, ci si chiederà se e in che misura è risultato possibile accorpare la funzione macroprudenziale con funzioni “altre” di regolazione e governo del sistema economico. A quali criteri sono stati informati i rapporti tra le diverse autorità? Sono stati previsti meccanismi di eventuale risoluzione di conflitti? Come sono state risolte le problematiche poste da rischi di *inaction bias* delle autorità microprudenziali settoriali a fronte di rischi sistemici segnalati dall'autorità *macro*? In che modo le banche centrali sono state coinvolte nell'esercizio delle funzioni di vigilanza e regolazione macroprudenziale, e che effetti ha avuto tale coinvolgimento? Quali specifiche misure organizzative sono state stabilite per prevenire conflitti o favorire complementarità tra le diverse funzioni in un'ottica di stabilità finanziaria? Nelle ipotesi di distribuzione di tali funzioni su più livelli, come nel caso dell'ordinamento europeo, come sono stati mitigati i rischi di un uso strategico delle politiche macroprudenziali in ambito nazionale, a protezione dell'integrazione del mercato unico? Più in particolare, si è verificato un effettivo accentramento della funzione di esecuzione di tali politiche, o questa è tuttora ispirata a un sostanziale decentramento dato dal permanere di asimmetrie nei cicli economico-finanziari dei singoli Stati membri?

Alcuni dei profili citati in relazione a quest'ultimo aspetto riecheggiano la *vexata quaestio* circa l'attribuzione alla banca centrale di compiti di vigilanza prudenziale sugli intermediari bancari ⁽¹⁷⁶⁾, avvertita in maniera più o meno significativa nei diversi ordinamenti ⁽¹⁷⁷⁾. Nel corso della propria evoluzione storica, diversa da paese a paese ma connotata da tratti largamente comuni, le banche centrali hanno assunto solo gradualmente, come si è visto, compiti di vigilanza sugli intermediari bancari, e raramente tali funzioni sono state estese ad altri intermediari finanziari ⁽¹⁷⁸⁾. La tendenza, propria

⁽¹⁷⁶⁾ Sul tema, che ha prevalentemente impegnato accademici attivi nell'area anglosassone, si rinvia ai classici studi di C.A.E. GOODHART, D. SCHOENMAKER, *Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be Separated?*, in *Oxford Economic Papers*, 1995, 539; R.M. LASTRA, *Central Banking and Banking Regulation*, London, LSE, 1996; C.A.E. GOODHART, *The Organizational Structure of Banking Supervision*, Special Paper 127, London School of Economics, 2000; R.M. LASTRA, *The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe*, in *The Columbia Journal of European Law*, 2003, 1; C.M. KAHN, J. SANTOS, *Institutional Allocation of Bank Regulation: a Review*, in D.G. MAYES, G.E. WOOD (a cura di), *The Structure of Financial Regulation*, cit. Come evidente, il tema è divenuto di nuovo centrale nel dibattito accademico a fronte dell'avvio del MVU; in argomento, si rinvia alle considerazioni sviluppate *infra*, Capitolo Terzo, § 2.2.

⁽¹⁷⁷⁾ Per un dibattito sul tema nella scienza giuridica italiana, si vedano i contributi pubblicati nel volume 3/2001 della rivista *Banca impr. soc.*, intitolato al tema de *I nuovi assetti dei mercati finanziari: quale organizzazione della vigilanza?*; particolarmente significativi i contributi di F. MERUSI, “*Ex pluribus unum?*” *I termini del problema sull'unificazione dei regolatori finanziari*, 423, nonché di P. CIOCCA, *Vigilanza: una o più istituzioni?*, 429.

⁽¹⁷⁸⁾ Notano GOODHART e TSOMOCOS, ad esempio, che solo in pochi paesi, e per la maggior parte di piccole dimensioni, «*was responsibility for supervision of the full range of financial institutions vested in the central bank*»; C.A.E. GOODHART, D.P. TSOMOCOS, *Analysis*, cit., 130.

della seconda metà del secolo scorso, a un accentramento delle funzioni di vigilanza all'interno delle banche centrali, legata in maniera decisiva alle funzioni di LOLR (v. *supra*, § 2), si è in parte invertita all'inizio degli anni '90, con casi frequenti di separazione istituzionale, spesso derivanti da riorganizzazioni contingenti cagionate da crisi bancarie di portata più o meno vasta ⁽¹⁷⁹⁾.

Gli argomenti addotti per giustificare l'uno o l'altro assetto sono molteplici e in parte utili alla comprensione dei termini del problema in relazione all'emersione dell'approccio macroprudenziale. I fautori della separazione evidenziano come possano sorgere conflitti di interesse tra le diverse funzioni, attribuiscono rilievo ai pericoli di carattere reputazionale per la conduzione della politica monetaria che possono sorgere dall'esercizio - specie se non soddisfacente e causa di crisi - delle funzioni di controllo, e sottolineano i rischi di inefficacia dell'azione, posto che i «*supervisory issues - particularly in times of crisis - are very time consuming*» ⁽¹⁸⁰⁾. Quanti invece sostengono l'integrazione, mettono in risalto l'importanza della coerenza tra vigilanza e azione di politica monetaria, enfatizzando al contempo il ruolo della banca centrale nell'offrire liquidità di emergenza in caso di crisi e i vantaggi derivanti dalle sinergie che possono essere stabilite tra le due funzioni ⁽¹⁸¹⁾.

Sebbene tali argomenti abbiano scarso rilievo per il giurista positivo, in quanto la traduzione in concreti assetti istituzionali non può che esser analizzata come data, la loro rispettiva forza nell'approcciare l'analisi delle scelte compiute in un dato ordinamento non può esser tralasciata; questa consente infatti di comprendere meglio se tali equilibri rispondano a un disegno organico o se, piuttosto, vi si possano annidare asimmetrie capaci di inficiare il raggiungimento degli obiettivi regolatori finali.

Nel corso della ricerca si noterà come, in effetti, l'area della regolazione macroprudenziale presenti caratteri che danno luogo a soluzioni organizzative originali.

In primo luogo, le attribuzioni che ne informano il contenuto spettano, in linea di principio, a una rete composita di istituzioni, autorità e organismi, collocati su livelli ordinamentali diversi, e a loro volta responsabili di esercitare funzioni ulteriori e collaterali alla tutela della stabilità sistemica. In ambito europeo, in particolare, l'area dell'attività di

⁽¹⁷⁹⁾ Un caso emblematico è stato rappresentato dall'evoluzione istituzionale che ha interessato il Regno Unito, con la creazione, nel 1997, della *Financial Supervisory Authority* (FSA); per una disamina di tale evoluzione, P. RAWLINGS, *All Change: The Fall of the FSA and the Further Rise of the Bank of England*, in *Banking and Financial Services Policy Report*, 30, 4, 2011, 16 ss.

⁽¹⁸⁰⁾ R.M. LASTRA, *Legal Foundations*, cit., 91; C.A.E. GOODHART, *The Organizational Structure*, cit., 29-30.

⁽¹⁸¹⁾ R.M. LASTRA, *Legal Foundations*, cit., 91.

regolazione macroprudenziale configura una rete amministrativa ⁽¹⁸²⁾ o, più precisamente, un *network* di regolatori e banche centrali che operano, secondo geometrie e attribuzioni variabili, per contribuire alla stabilità del sistema finanziario e, per tale via, all'integrazione del mercato unico. A sua volta, tale rete europea costituisce una «rete di reti» ⁽¹⁸³⁾, in quanto l'oggetto olistico della regolazione (il *sistema* finanziario) impone di ampliare il consesso dei partecipanti al *network* sin dal livello nazionale (rete di primo livello) in ragione della frammentazione dell'architettura di vigilanza che insiste sulle sue tradizionali partizioni ⁽¹⁸⁴⁾, per poi ramificarsi in ambito globale ⁽¹⁸⁵⁾.

In secondo luogo, si osserva che al centro di tali reti si collocano due figure, l'una tradizionale, l'altra solo apparentemente innovativa: la prima si identifica nelle banche centrali, sul cui ruolo ci si è già diffusamente soffermati, ma delle cui evoluzioni si tornerà a trattare in relazione a ciascuno degli ordinamenti considerati; la seconda, particolarmente interessante, è rappresentata da organi collegiali con composizione variabile da ordinamento a ordinamento e che costituiscono peculiari «figure di composizione» ⁽¹⁸⁶⁾. Di queste fanno parte rappresentanti delle stesse autorità di regolazione e delle banche centrali, vertici delle amministrazioni finanziarie statali ⁽¹⁸⁷⁾, e soggetti appartenenti a una più ampia comunità “epistemica” di esperti. Gli equilibri variabili dei concreti assetti per esse venutisi a configurare mettono in luce il possibile trapianto e rimodulazione, entro

⁽¹⁸²⁾ Sui caratteri delle reti amministrative europee si veda l'approfondita ricostruzione di E. CHITI, *L'accountability delle reti*, cit., spec. 34 ss. Per una disamina nell'ambito della disciplina europea sulla finanza privata si veda G. VESPERINI, *Le crisi e le nuove amministrazioni*, in Riv. trim. dir. pubbl., 2016, 695. In prospettiva globale, si veda D. IELO, *Amministrazioni a rete e reti di amministrazioni: nuovi paradigmi della global governance*, in *Amministrare*, 2003, 373. Per un ulteriore approfondimento e gli opportuni riferimenti bibliografici aggiuntivi, si rimanda alla discussione sviluppata, *infra*, al Capitolo Terzo, spec. § 3 e 4.

⁽¹⁸³⁾ L'espressione è impiegata anche da M. DE BELLIS, *La riforma della regolamentazione*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi*, cit., 140, con riferimento al FSB.

⁽¹⁸⁴⁾ Si pensi, nell'ordinamento italiano, al permanere di un'architettura di vigilanza che combina un assetto per finalità con una prospettiva settoriale, dando quindi luogo alla contemporanea presenza di tre autorità di vigilanza e regolazione, rispettivamente responsabili - salvo complesse e irrisolte sovrapposizioni la cui portata esula dalla presente analisi - per i settori bancario, mobiliare e assicurativo. Anche per tali profili si rinvia, *infra*, al Capitolo Terzo, spec. § 3.3.

⁽¹⁸⁵⁾ Si verifica, in tal senso, quel fenomeno di disaggregazione dell'unità statale evidenziato da A.M. SLAUGHTER, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2005, spec. 8 ss.

⁽¹⁸⁶⁾ Cfr. già, *supra*, Introduzione, testo e nt. 12.

⁽¹⁸⁷⁾ Riferendosi all'assetto istituzionale prescelto dal legislatore dell'Unione, COSTI ha osservato che questo «pur vedendo ancora come perno organizzativo delle relative strutture le banche centrali e le autorità indipendenti, contempla un importante coinvolgimento anche delle autorità di governo. [...] L'introduzione di organismi di vigilanza macroprudenziale, con il coinvolgimento negli stessi delle autorità di governo, riflette sul piano dei progetti e delle norme la realtà messa in evidenza dalla ineluttabilità degli interventi di finanza pubblica per la risoluzione di crisi sistemiche. Le evidenze emerse dalla crisi e i progetti di vigilanza macroprudenziale sottolineano il ruolo che il pubblico ha riconquistato nel settore bancario, anche se quelle evidenze e questi progetti hanno cura di tener fermo il principio secondo il quale le banche sono imprese che si muovono in un mercato concorrenziale e non sono organismi di interesse generale». Così R. COSTI, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 165.

un'area caratterizzata dalla necessità di instaurare relazioni plurilaterali di coordinamento e cooperazione tra le varie amministrazioni interessate ⁽¹⁸⁸⁾, di un modello organizzativo per *comitati indipendenti* non assimilabile a quello di *agencies* e autorità tradizionali, possibile nuova evoluzione di paradigmi considerati recessivi nell'ambito della regolazione pubblica del credito e della finanza, che la ricerca intende adesso esplorare.

⁽¹⁸⁸⁾ Con particolare riguardo all'ordinamento europeo, VESPERINI ha osservato che i rapporti tra le autorità europee di vigilanza e le istituzioni europee sono informati secondo due fondamentali principi: «(q) *nello dell'indipendenza delle prime rispetto alle seconde, che si traduce in un obbligo di astensione delle istituzioni, degli organi e degli organismi europei (oltre che dei governi nazionali) e in un principio direttivo dell'esercizio delle funzioni dei regolatori europei e al quale, anche, è connessa l'erosione dello spazio occupato dalla Commissione. Quello della responsabilità delle autorità stesse dinanzi al Parlamento e al Consiglio europeo (ma non dinanzi alla Commissione)*». Quanto ai rapporti tra le autorità, i principi sono diversi: osserva il medesimo A. che, nell'ambito del SEVIF, le autorità devono cooperare tra loro «*con fiducia e rispetto reciproco, in particolare garantendo lo scambio reciproco di informazioni utili e affidabili*», mentre, al contempo, «*si moltiplica il numero delle amministrazioni europee che concorrono all'esercizio di una medesima funzione [...] e si organizzano i loro rapporti, ora, secondo un ordine a cascata, ora, secondo il già menzionato principio di cooperazione*»; così, G. VESPERINI, *La crisi*, cit., 703.

CAPITOLO SECONDO

LA REGOLAZIONE MACROPRUDENZIALE NELL'ORDINAMENTO

STATUNITENSE

«Administration is an exercise in experiments»

R. STEWART ⁽¹⁾

1. Premessa

Nell'aprile del 2017, il Presidente degli Stati Uniti Donald Trump ha indirizzato un *memorandum* al Segretario del Tesoro affinché esaminasse le procedure seguite dal FSOC nella determinazione del carattere sistemico di imprese finanziarie non bancarie e infrastrutture di mercato ⁽²⁾. Sottolineando che l'esercizio di tale potere ha implicazioni significative sia per i soggetti interessati che per l'industria finanziaria in genere e l'intero sistema economico, il Presidente invitava il Segretario a fornire un resoconto sulla trasparenza dei procedimenti, il rispetto del *due process*, i criteri in uso per l'adozione delle decisioni e la possibilità di ottenerne un tempestivo riesame ⁽³⁾. Al contempo, vietava al Segretario, membro del FSOC, di partecipare a votazioni non urgenti in materia sino a conclusione dell'indagine.

Coerente con una linea politica in tema di regolazione finanziaria innovativa rispetto a quella del predecessore ⁽⁴⁾, la richiesta presidenziale originava da una controversia che ha opposto il FSOC al gigante assicurativo MetLife a seguito della sua

⁽¹⁾ R. STEWART, *The Reformation of American Administrative Law*, in Harvard Law Review, 1975, 1695.

⁽²⁾ *Presidential Memorandum for the Secretary of the Treasury: Financial Stability Oversight Council*, 2017 WL 1421320 (White House), 21 aprile 2017.

⁽³⁾ Il resoconto del Segretario si legge in US DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Financial Stability Oversight Council Designations. Report to the President of the United States pursuant to the Presidential Memorandum Issued April 21, 2017*, Washington Dc, 17 novembre 2017.

⁽⁴⁾ Le linee di indirizzo dell'amministrazione Trump in materia sono state oggetto dell'Executive Order no. 13772, *On Core Principles for Regulating the United States Financial System*, del 3 febbraio 2017, cui ha fatto seguito la pubblicazione di due rapporti da parte del Segretario del Dipartimento del Tesoro Steven Mnuchin, rispettivamente dedicati al sistema bancario e all'intermediazione mobiliare. Si vedano, US DEPARTMENT OF THE TREASURY, *A Financial System That Creates Economic Opportunities. Banks and Credit Unions*, in www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A%20Financial%20System.pdf, giugno 2017; e ID, *A Financial System That Creates Economic Opportunities. Capital Markets*, in www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A-Financial-System-Capital-Markets-FINAL-FINAL.pdf, ottobre 2017. In senso critico rispetto al nuovo indirizzo presidenziale, J. CRAWFORD, *Lesson unlearned? Regulatory reform and financial stability in the Trump administration*, in Columbia Law Review Online, 2017, 127.

designazione come intermediario sistemico nel dicembre 2014 ⁽⁵⁾. Successivamente all'annullamento della decisione in primo grado ⁽⁶⁾, l'avvicendamento alla Casa Bianca e l'emanazione del *memorandum* avevano indotto la corte a sospendere il giudizio d'appello promosso dall'amministrazione Obama, conclusosi infine con la rinuncia del FSOC ⁽⁷⁾.

La vicenda descritta introduce emblematicamente l'analisi sul sistema di regolazione macroprudenziale nell'ordinamento statunitense svolta nel presente Capitolo. Mette infatti in luce i temi essenziali che si approfondiranno per un successivo confronto con l'esperienza europea: l'assetto istituzionale atto ad assicurare il controllo sul rischio sistemico e il mantenimento della stabilità finanziaria, e l'equilibrio, per esso realizzato, tra tecnica e politica; la tipologia e incisività dei poteri a tal fine attribuiti alle diverse autorità e, in particolare, al FSOC; le procedure per l'adozione di raccomandazioni e decisioni, e le modalità di partecipazione dei privati interessati; i criteri e i limiti del sindacato giurisdizionale rispetto all'attività di *adjudication* del regolatore macroprudenziale; il regime di *accountability* che deriva dalla combinazione di tali elementi.

Il Capitolo procede a un'introduzione generale al sistema della regolazione finanziaria negli Stati Uniti, utile a inquadrare la funzione in esame nel rispettivo contesto istituzionale e di mercato. L'analisi si sposta quindi alla rete regolatoria macroprudenziale, soffermandosi sul mandato e l'organizzazione del FSOC e dell'OFR, e sui caratteri istituzionali prevalenti. Costata la centralità e l'innovativa natura del FSOC quale *super-agency* ⁽⁸⁾, nel quarto paragrafo si approfondiscono i procedimenti da questo seguiti nelle attività di *rulemaking* e *adjudication*, delineando un quadro più compiuto delle interazioni trilaterali stabilite tra *Council*, agenzie federali di settore e soggetti regolati. All'interno del quinto paragrafo, infine, premessa una succinta trattazione dei criteri che informano il controllo giurisdizionale sull'attività delle agenzie federali di regolazione, si trattano in maniera critica le valutazioni espresse dalla *district court* nel caso *MetLife*, evidenziando i rischi impliciti di un indirizzo giurisprudenziale che, imponendo l'analisi costi-benefici nei

⁽⁵⁾ FSOC, *Basis for the Financial Stability Oversight Council's Final Determination Regarding MetLife*, in www.treasury.gov/initiatives/fsoc/designations/Documents/MetLife%20Public%20Basis.pdf, 2014.

⁽⁶⁾ METLIFE INC. V. FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL. 177 F.Supp.3d 219 United States District Court, District of Columbia. Civil Action No. 15-0045 (RMC).

⁽⁷⁾ L. LAMBERT, *MetLife 'Too Big to Fail' Case Remains on Hold Awaiting Trump Weigh-In*, in Insurance Journal, www.insurancejournal.com/news/national/2017/08/03/460046.htm; K. CHIGLINSKY, A.M. HARRIS, *MetLife Asks for Too-Big-To-Fail Case Delay until After Trump Review*, Bloomberg News, 24 aprile 2017, in www.bloomberg.com/news/articles/2017.-04-24/metlife-seeks-delay-in-too-big-to-fail-case-amid-trump-s-review; J. HELTMAN, *Fsoc gives up effort to designate MetLife as SIFI*, in American Banker, 18 gennaio 2018.

⁽⁸⁾ J.E. GERSEN, *Administrative Law Goes to Wall Street: the New Administrative Process*, in Administrative Law Review, 2013, 689.

processi regolatori diretti a garantire la stabilità finanziaria e mostrando scarsa deferenza verso l'interpretazione statutaria seguita dal FSOC, svela la problematicità di approcci giudiziari invasivi rispetto alle scelte discrezionali dell'amministrazione e chiaramente pervasi da un'ideologica avversione verso precisi indirizzi politico-legislativi.

2. L'ordinamento bancario e finanziario statunitense

Il sistema bancario e finanziario statunitense si connota per l'estesa articolazione tipologica di enti e soggetti regolati, e per l'elevato numero di agenzie federali e statali di controllo.

Nonostante il tentativo di realizzare una riforma che contrastasse le carenze evidenziate da una crisi qui originatasi e solo in seguito propagatasi a livello globale ⁽⁹⁾, l'affermarsi dell'approccio macroprudenziale con il Dodd-Frank Act ha incrementato gli elementi di radicata complessità ⁽¹⁰⁾. Il rafforzamento della regolazione e l'ampliamento delle attribuzioni delle agenzie esistenti sono stati infatti accompagnati dall'istituzione di nuove autorità e da una razionalizzazione solo parziale delle competenze amministrative e della struttura di mercato ⁽¹¹⁾. Nondimeno, tali interventi hanno originato tendenze innovative rispetto alla tradizione del diritto amministrativo federale ⁽¹²⁾, e un ravvicinamento tra le linee di tendenza di quest'ultimo e i paradigmi istituzionali e procedurali della regolazione finanziaria ⁽¹³⁾.

Al fine di inquadrare i caratteri della regolazione macroprudenziale nel contesto in esame, si ritiene utile procedere a una sintetica ricostruzione evolutiva dell'ordinamento bancario e finanziario statunitense ⁽¹⁴⁾, dando separato rilievo agli sviluppi che hanno

⁽⁹⁾ Per un'analisi esaustiva delle cause della crisi negli Stati Uniti, US FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, *The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, gennaio 2011.

⁽¹⁰⁾ Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).

⁽¹¹⁾ Per una recente disamina critica di tale assetto, UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE (GAO), *Financial Regulation. Complex and fragmented structure could be streamlined to improve effectiveness*, Washington Dc, 2016 (GAO-16-175).

⁽¹²⁾ J.E. GERSEN, *Administrative Law Goes to Wall Street*, cit., 691-692.

⁽¹³⁾ Si veda, in tal senso, l'interessante disamina sviluppata da G.E. METZGER, *Through the Looking Glass to a Shared Reflection: the Evolving Relationship Between Administrative Law and Financial Regulation*, in *Law & Contemporary Problems*, 2015, 129, che evidenzia come l'imponente sforzo di riforma realizzato con il Dodd-Frank Act «not only created important new institutional structures; it imposed massive regulatory responsibilities on financial regulators that involved highly politically charged issues and that required close administrative coordination» (146).

⁽¹⁴⁾ «History has shaped few fields of American law more profoundly than banking law. Without an understanding of banking history, many element [...] of banking law appear arbitrary, capricious, even perverse»; R.S. CARNELL, J.R. MACEY, G.P. MILLER, *The law of financial institutions*, Wolters Kluwer Law & Business, New York, 2013, 4. Per un'introduzione, K. SPONG, *Banking Regulation. Its purposes, Implementation, and Effects*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2000, spec. 15 ss.

interessato le attività e i soggetti (§ 2.1), da un lato, e l'architettura istituzionale di controllo (§ 2.2), dall'altro. In linea con l'impostazione seguita nel precedente capitolo, l'analisi si concentra prevalentemente sull'intermediazione bancaria e le vicende dell'emissione monetaria, evidenziando l'emersione della problematica dello *shadow banking system* e la declinazione assunta dalla stabilità finanziaria nell'ampliamento dello spettro di intervento delle agenzie federali di regolazione statunitensi.

2.1 Moneta e intermediazione bancaria negli Stati Uniti: cenni storici

Le radici della moderna intermediazione bancaria negli Stati Uniti sono inestricabilmente legate all'affermazione di indipendenza delle originarie colonie, alla nascita dello Stato federale ⁽¹⁵⁾ e all'esigenza, solo progressivamente realizzata, di assicurare una circolazione monetaria affidabile e non frammentata ⁽¹⁶⁾.

Il tenore della questione monetaria e bancaria nella storia nazionale si comprende richiamandone due episodi fondativi: la deliberazione del secondo Congresso Continentale di istituire la prima moneta comune delle colonie nel contesto dell'incipiente Rivoluzione americana ⁽¹⁷⁾; l'asprezza e il peso politico-costituzionale del dibattito che accompagnò, a cavallo tra XVIII e XIX secolo, la nascita della *First* (1791-1811) ⁽¹⁸⁾ e della

⁽¹⁵⁾ Come nota STILLER, riferendosi all'emanazione del National Currency Act, «*a uniform national currency and a banking system that enjoyed public confidence were indispensable to a thriving, integrated national economy. From closer commercial interactions [...] would come a resurgence of nationalist sentiment [...], and with it, the promise of a more permanent Union*»; J. STILLER, *Introduction*, in ID. a cura di, *Banking Modern America. Studies in regulatory history*, New York, Routledge, 2017, 1.

⁽¹⁶⁾ I primi coloni americani non disponevano di quantità sufficienti di oro e argento da utilizzare come moneta, al punto che in diversi stati materiali come il mais, il tabacco o conchiglie (i c.d. *wampompeag*) venivano impiegati per i pagamenti o scambiati con pezzi monetari stranieri a tassi di cambio stabili. Solo a partire dalla seconda metà del XVII secolo vennero istituiti i primi conii, mentre si ha notizia dell'emissione di moneta cartacea nel Massachusetts intorno al 1690; J. W. GILBART, *The history of banking in America*, New York, Augustus M. Kelley Pubs., 1967, 1-2 (ristampa dell'edizione originale del 1837). Si veda anche A. SIDNEY BOLLES, *The financial history of the United States, from 1774 to 1885*, New York, D. Appleton and Company, 1879-1886, vol. I. Sulla frammentazione della circolazione monetaria nel corso del XIX secolo, M. FRIEDMAN, A. JACOBSON SCHWARTZ, *A Monetary History of the United States: 1887-1960*, Princeton, Princeton University Press, 1987, spec. 17 ss.; S. HOFFMANN, *Politics and Banking. Ideas, Public Policy, and the Creation of Financial Institutions*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 2001, 100.

⁽¹⁷⁾ Il *Continental* non ebbe tuttavia fortuna e subì un rapido deprezzamento che ne intaccò il valore; A. BARTON HEPBURN, *A history of currency in the United States (with a brief description of the currency systems of all commercial nations)*, The Macmillan Company, New York, 1915, vol. 1, 13 ss.

⁽¹⁸⁾ La proposta volta all'istituzione della *First National Bank* venne avanzata da uno dei padri costituenti, allora Segretario al Tesoro, Alexander Hamilton. Nel suo *Report on a National Bank* del 1790, egli propose l'istituzione di una banca nazionale sul modello della Bank of England, con un azionariato in parte riservato al governo attraverso titoli di debito e per l'altra parte sottoscrivibile da privati con moneta metallica e *bond* governativi. La proposta venne ricevuta con disfavore da un altro padre costituente, James Madison, che riteneva contraria alla Costituzione l'istituzione di una tale banca in considerazione della mancanza di un potere specifico all'interno della Carta e dell'interferenza che essa avrebbe determinato sul diritto degli Stati di consentire o proibire lo stabilimento di banche all'interno del proprio territorio. Come autorevolmente ricordato, «[o]ne of the earliest and most important measures which gave rise to a question of constitutional power, was the

Second National Bank (1816-1836) ⁽¹⁹⁾, con il denegato rinnovo dei rispettivi statuti e il lungo accantonamento del progetto per una banca centrale federale.

Frutto dei compromessi e degli sviluppi storici dei quali a breve si dirà, il quadro attuale delle *financial institutions* nel mercato statunitense presenta una varietà tipologica essenzialmente riconducibile a due figure generali. Da un lato, vi sono intermediari di tipo bancario che svolgono le tipiche attività di raccolta di depositi tra il pubblico ed erogazione di credito ⁽²⁰⁾. Dall'altro, vi è un complesso eterogeneo di *nonbank financial institutions* in cui figurano, tra i principali, enti creditizi non bancari, *securities broker-dealers* e compagnie di assicurazione.

Organizzati secondo il regime del *dual banking* da cui origina la distinzione tra *state* e *national banks* ⁽²¹⁾, gli intermediari di tipo bancario assumono denominazioni differenti

act chartering the Bank of the United States, in 1791. That question has often since been discussed; and, though the measure has been repeatedly sanctioned by Congress, by the executive, and by the judiciary [...] yet it is, up to this very hour, still debated upon constitutional grounds, as if it were still new and untried;; J. BIGELOW STORY, M. MADISON, *Commentaries on the Constitution of the United States: with a preliminary review of the Constitutional History of the Colonies and States before the Adoption of the Constitution*, Buffalo, N.Y., William S. Hein & Co., 1994. Originally published: Boston: Little, Brown and Co., 1891, vol. II, 150. In tema, B.B. KLUBES, *The first Federal Congress and the First National Bank: a case study in constitutional interpretation*, in *Journal of the Early Republic*, 1990, 19. Gli argomenti di carattere costituzionale sin qui ricordati sono discussi in una celebre pronuncia relativa al potere statale di imporre tasse nei confronti di filiali della *Second National Bank*; si veda, *McCulloch v. Maryland*, 17 U.S. (4 Wheat.) 316 (1819), 8; FREASE ricorda come con tale decisione «*the Supreme Court laid the foundation for the evolution of constitutional commerce and constitutional currency, the fundamental principles of which have never been controverted, or even questioned [...] in all the controversies which have engaged the political parties and courts down to the present day*»; H. FREASE, *A Political Paradox. A review of the United States Constitutional Law of Commerce and Currency, and Its History*, Philadelphia, John C. Winston Company, 1934, 66-67.

⁽¹⁹⁾ L'istituzione della *Second National Bank* è legata alle vicende della sospensione della conversione in moneta metallica dichiarata dalla maggioranza delle istituzioni bancarie negli anni della guerra di Indipendenza, che causò enormi difficoltà per l'esazione fiscale e il finanziamento del debito per il governo federale; per una completa disamina, J. W. GILBART, *The history*, cit., spec. 11-13. Il mancato rinnovo dello statuto della *Second* si deve al veto del presidente Jackson a una proposta avanzata dal Congresso nel 1832; il presidente trasmise un lungo e controverso messaggio ai rappresentanti nel quale tentò di giustificare la propria posizione; per una sintesi degli argomenti presidenziali, R.S. CARNELL, J.R. MACEY, G.P. MILLER, *The law*, cit., 9. L'anno seguente, lo stesso Jackson ordinò il ritiro di tutti i depositi del governo dalla *Second*, sancendone il sostanziale e progressivo declino.

⁽²⁰⁾ Nella prassi, il termine “*bank*” è utilizzato genericamente per riferirsi ad una qualsiasi IDI; dal punto di vista strettamente giuridico, tuttavia, il termine ha un significato differente in varie disposizioni federali e statali. Ad esempio, mentre il Federal Deposit Insurance Act reca una definizione “ristretta”, il Bank Holding Company Act ne dà una definizione ampia, che include «*an insured bank as defined in section 3(h) of the FDI Act [...]; or an institution organized under federal or state law that both: accepts demand deposits or deposits that the depositor may withdraw by check or similar means for payment to third parties or others; and is engaged in the business of making commercial loans*». Peraltro, la legislazione americana ricorre al termine *bank* in relazione a enti con caratteristiche operative particolari; un esempio sono quei soggetti che ricadono nell'ambito di applicazione del Competitive Equality Banking Act of 1987 e che risultano esclusi dalla definizione ampia di *bank* poc'anzi citata, introducendo quindi un'area di esenzione per le società controllanti (altrimenti qualificabili come *bank holding companies*); il *carve out* legislativo genera categorie “esotiche” di intermediari bancari, come ad esempio le c.d. «*nonbank banks*», attive prevalentemente nel settore delle carte di credito (*CEBA credit card banks*) e dell'amministrazione fiduciaria (*trust banks*).

⁽²¹⁾ Il dibattito sulla validità di tale modello è ancora particolarmente acceso, sebbene prevalga la tesi favorevole a un mantenimento dello stesso anche in ragione del progressivo venir meno di alcuni limiti

in base alla legge di incorporazione e del perimetro operativo ⁽²²⁾, e ricadono normalmente nella figura legislativamente tipizzata delle *insured depository institutions* (IDIs) ⁽²³⁾. Ulteriore elemento di diversificazione tra le banche statali è l'adesione al sistema FED, alla base della divisione tra *state member banks* e *state nonmember banks*. Peraltro, nonostante la predicata avversione regolatoria per intermediari «*too big to fail*» beneficiari di costosi interventi di *bailout* nel corso della recente crisi finanziaria, il mercato statunitense si connota tuttora per il perdurante dominio di intermediari di dimensioni e complessità elevate, che detengono *stock* di attività pari a oltre il 50% dell'intero sistema per un valore di oltre 10.7 trilioni di dollari ⁽²⁴⁾.

2.1.1. Il sistema delle origini

L'attività bancaria delle origini presentava caratteri altamente rudimentali, con forti asimmetrie territoriali derivanti da un'iniqua distribuzione di risorse tra le colonie e dal collegamento più o meno intenso con le forze rivoluzionarie in lotta per l'indipendenza ⁽²⁵⁾. In particolare, l'assenza di una banca centrale federale e un utilizzo incontrollato di cartamoneta emessa da "associazioni bancarie" private autorizzate dagli Stati ⁽²⁶⁾ alimentavano una circolazione monetaria in cui convivevano valori metallici e biglietti la cui convertibilità in *specie*, meramente teorica, era spesso oggetto di fasi di sospensione ⁽²⁷⁾. Nella prima metà del XIX secolo, la chiusura della stagione delle due

operativi delle *state banks* in termini di *branching* in stati diversi da quello di incorporazione. In argomento, G.P. MILLER, *The future of the dual banking system*, in *Brooklyn Law Review*, 1987, 12.

⁽²²⁾ Gli Stati offrono tipologie differenti di *charters* per le IDIs, tra i quali quelli per la costituzione di *commercial bank, trust bank, savings bank, savings and loan association, building and loan association*.

⁽²³⁾ È definita IDI, «a bank or savings association the deposits of which are insured by the [FDIC]»; 12 U.S.C.A. § 1813, Section 3(c)(2).

⁽²⁴⁾ US DEPARTMENT OF THE TREASURY, *A Financial System That Creates Economic Opportunities*, cit., 5. Il resto del mercato è articolato come segue: circa novanta *regional* e *mid-sized banks* che detengono il 25% delle attività domestiche; oltre 5.500 *community banks* con *asset* per circa 2.7 trilioni di dollari, pari al 13% dell'industria; 5.800 *credit unions* con attività totali per circa 1.3 trilioni di dollari, il 95% dei quali distribuito tra enti con attivi pari a meno di 1 miliardo; infine, intermediari esteri detenenti attività domestiche per circa 4.5 trilioni.

⁽²⁵⁾ Un esempio significativo è dato dalla banca di Philadelphia: denominata *Bank of North America*, venne istituita nel 1781 dal Congresso in cambio dell'offerta di sostegno finanziario nel corso della guerra contro l'Inghilterra, ed è considerata la prima banca commerciale americana; J. W. GILBART, *The history*, cit., 4; A.O. ELIASON, *The rise*, cit., 21-22. Ulteriori banche commerciali sorsero successivamente nelle città di Boston, New York e Baltimora.

⁽²⁶⁾ A.O. ELIASON, *The rise of commercial banking institutions in the United States*, New York, Burt Franklin, 1901, 7-8, il quale osserva come «[t]he so called "banks" established in the colonies were mere paper money machines and were not [...] commercial in character». La prima *chartered bank* fu istituita nel 1686 a Boston secondo le leggi della colonia; ne dà un resoconto lo stesso ELIASON, *op. ult. cit.*, 10. Per un'analisi del concetto di "banca" nelle prime colonie si veda W.G. SUMNER, *A history of Banking in the United States*, vol. I, 1896.

⁽²⁷⁾ R.S. CARNELL, J.R. MACEY, G.P. MILLER, *op. ult. cit.*, 9, ove si evidenzia che tale obbligo giuridico era spesso contraddetto, nella prassi, da periodi di sospensione della convertibilità dichiarati dalle stesse banche emittenti in assenza di limiti nella legislazione statale.

banche federali segnò l'inizio del trentennio noto come *free banking era*, durante il quale l'accesso al mercato era garantito a livello statale al ricorrere di *standard* e requisiti minimi fissati in maniera disomogenea dalle diverse legislazioni esistenti ⁽²⁸⁾, non derivando quindi più dalla concessione di un permesso speciale dell'esecutivo ⁽²⁹⁾.

Tale assetto si ripercuoteva sullo sviluppo economico e finanziario ⁽³⁰⁾. Da un lato, si rendevano necessarie un'articolata rete di compensazione tra le banche emittenti incentrata sul ruolo di apposite *clearing houses* e capillari interazioni di *correspondent banking* ⁽³¹⁾. Dall'altro, l'espansione delle attività commerciali risultava imbrigliata dalla necessità di provvedere a un continuo aggiustamento dei prezzi nelle transazioni affinché riflettessero il valore dei diversi biglietti di banca utilizzati per i pagamenti ⁽³²⁾; nemmeno l'emissione dei c.d. *greenbacks*, finalizzata prevalentemente a soddisfare le esigenze finanziarie del Tesoro allo scoppio della guerra civile, riuscì a incontrare la domanda di moneta fiduciaria necessaria all'espansione commerciale, affermandosi un prezzo di mercato di tali biglietti ben inferiore rispetto a quello ufficiale contro l'oro ⁽³³⁾.

Nel tentativo di organizzare il mercato bancario e l'emissione di cartamoneta su base nazionale, il National Currency e il National Banking Act, adottati e poi integrati ed

⁽²⁸⁾ Tale fase consistette quindi in una «*combination of free entry and state regulation*»; così, R.S. CARNELL, J.R. MACEY, G.P. MILLER, *The law*, cit., 9. I primi *banking acts* vennero adottati da Connecticut, Michigan e New York nel biennio 1837-1838, come ricorda SPONG, *Banking regulation*, cit., 18. In base ai resoconti storici, il numero di banche incrementò notevolmente nel corso della prima fase della *free banking era*, con un numero che nel solo quinquennio tra il 1830 e il 1835 passò da 330 unità a 558; si v. J. W. GILBERT, *The history*, 43-53.

⁽²⁹⁾ J. STILLER, *Introduction*, in ID. a cura di, *Banking Modern America*, cit., 2, il quale sottolinea come il *free banking* risultò, in tal senso, «*a decided improvement over the previous practices*».

⁽³⁰⁾ Il dibattito tra fautori e oppositori dell'esperienza della *free banking era* risulta ancora oggi particolarmente vivo nell'esperienza americana e anglosassone in genere, in quanto vi si proiettano agevolmente i termini problematici dei limiti e sfide odierni della regolazione. Tra i molti contributi si vedano almeno H. ROCKOFF, *Free banking era: a Reexamination*, in *Journal of Money Credit and Banking*, 6, 1974, 141; G. GORTON, *Banking theory and free banking history: a review essay*, in *Journal of Monetary Economics*, 16, 1985, 267; S. C. DOW, *Why the Banking System Should be Regulated*, in *The Economic Journal*, 106, 1996, 698; G. JR. DWYER, *Wildcat Banking, Banking Panics, and Free Banking in the United States*, in *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, December 1996, 1.

⁽³¹⁾ J. H. WOOD, *A history of Central Banking in Great Britain and the United States*, Cambridge University Press, New York, 2005, spec. 117 ss.; Si veda anche N. WHITE, «*To Establish a More Effective Supervision of Banking*». *How the Birth of the Fed Altered Bank Supervision*, in M.D. BORDO, W. ROBERDS (a cura di), *The Origins, History and Future of the Federal Reserve. A Return to Jekyll Island*, New York, Cambridge University Press, 2013, 13, il quale evidenzia come lo sviluppo di una rete di *correspondent banking* era incoraggiato dall'elevato livello degli obblighi di riserva che erano imposti alle banche federali e statali; questi comportavano una concentrazione della liquidità in alcune piazze centrali, come quella di New York, dove era investita in strumenti finanziari. Il carattere integrato di tale sistema, in ultima analisi, poteva determinare un rischio di contagio dalle piazze minori a quelle maggiori e, da queste, alla borsa.

⁽³²⁾ R.S. CARNELL, J.R. MACEY, G.P. MILLER, *The law*, cit., 9.

⁽³³⁾ W.C. MITCHELL, *A History of the Greenbacks, with Special Reference to the Economic Consequences of Their Issue: 1862-1865*, Chicago, University of Chicago Press, 1903; R. NATTER, *National bank preemption and the Financial Crisis of 2008*, in J. STILLER (a cura di), *Banking Modern America*, cit., 111.

emendati tra il 1863 e il 1874, radicarono alcune delle caratteristiche tuttora perduranti dell'ordinamento bancario federale, sancendo l'istituzione della prima autorità di controllo sulla *safety and soundness* delle banche: un *bureau* di nomina presidenziale interno al Dipartimento del Tesoro e denominato Office of the Comptroller of the Currency (OCC).

Nacque, in primo luogo, il regime di «*dual banking*», vero e proprio «*cornerstone of the U.S. financial institutions system*»⁽³⁴⁾, che tutt'oggi consente l'incorporazione di un intermediario bancario secondo la disciplina federale o statale cui segue l'individuazione del regolatore primario. Dopo una prima breve fase di riduzione del numero delle *state banks* e ampliamento della platea delle *national*, tale regime incentivò una «*competition in laxity*» tra regolatori statali⁽³⁵⁾, e l'emersione delle prime *trust companies* a fini elusivi⁽³⁶⁾. Tali fattori vanificarono parzialmente lo sforzo di riordino su base nazionale del mercato bancario intorno a una figura tipizzata di operatori, causando, al contrario, la proliferazione di nuovi attori che si inserivano negli interstizi di limiti e divieti della regolazione⁽³⁷⁾.

In secondo luogo, i limiti all'apertura di *branches* inaugurarono lo «*unit banking*», fenomeno per cui le *national banks* - come numerose *state banks*, in base alle rispettive leggi di incorporazione - potevano operare esclusivamente nel luogo fisico di stabilimento⁽³⁸⁾. Tali limitazioni rispondevano a un indirizzo di pensiero essenzialmente contrario alla concentrazione del potere finanziario, a sua volta fondamento della lunga ostilità verso l'istituzione di una banca centrale⁽³⁹⁾.

Emerse, infine, la sostanziale differenziazione tra banche tradizionali (*commercial banks*) e istituti creditizi variamente denominati (*thrift institutions, savings banks, savings and loan associations, credit unions*) che offrivano i propri servizi a una platea ampia di soggetti

⁽³⁴⁾ R.A. SCHABERG, L. R. BIDDLE, *Financial institutions answer book: Law, Governance, Compliance*, Practising Law Institute, 2017.

⁽³⁵⁾ N. WHITE, «*To Establish a More Effective Supervision of Banking*», cit., 11-12, il quale sottolinea come «*the states substantially lowered the minimum capital needed to open a bank. Combined with the general prohibition of branch banking and economic growth, these regulations encouraged a rapid increase in the number of very small banks throughout the country [...]*».

⁽³⁶⁾ Le prime *trust companies* potevano infatti svolgere un'attività parabancaria combinata con la prestazione di servizi fiduciari proibiti alle *national banks*. Le dimensioni dei loro *asset* crebbero sino a eguagliare, già nel primo decennio del XX secolo, quelle delle *national banks*, come ricostruito da N. WHITE, *op. ult. cit.*, 15.

⁽³⁷⁾ J. STILLER, *Introduction*, in ID. a cura di, *Banking Modern America*, cit., 3.

⁽³⁸⁾ «*The bank building was the bank; there was no others*»; R.S. CARNELL, J.R. MACEY, G.P. MILLER, *The law*, cit., 165.

⁽³⁹⁾ Come evidenziato da WORSHAM, tra gli assunti dei provvedimenti di riforma adottati tra 1863 e 1864 vi era «*the belief that financial power should not be concentrated in the hands of the few, another goal to be pursued via regulation*»; J. WORSHAM, *Other People's Money. Policy Change, Congress, and Bank Regulation*, Westview Press, 1997, 25.

spesso appartenenti alle classi meno abbienti secondo un modello mutuato dall'esperienza cooperativa europea.

Dal punto di vista della gestione della moneta, nondimeno, la legislazione bancaria del tempo non riuscì ad arginare l'instabilità e a modernizzare l'attività di emissione, date l'inelasticità di una circolazione ancorata all'oro e ai titoli di debito governativi, e l'assenza di un ente con funzioni di LOLR ⁽⁴⁰⁾. Tali circostanze furono alla base di frequenti e gravi momenti di disordine e panico finanziario che interessarono larga parte del mercato statunitense a cavallo tra XIX e XX secolo ⁽⁴¹⁾.

2.1.2 Il consolidamento

Pur con significative difficoltà iniziali acuite dallo scoppio del primo conflitto mondiale e dal depauperamento delle riserve auree nazionali ⁽⁴²⁾, l'istituzione della FED nel 1913 segnò l'inizio di una nuova stagione per il sistema finanziario americano. Il Federal Reserve Act, fortemente voluto dal Presidente Wilson, creò un sistema di governo della moneta, controllo sulla solidità dei maggiori intermediari e supporto emergenziale di liquidità che combinava «*decentralization, private ownership, and governmental control*» ⁽⁴³⁾, e che fu frutto di uno storico compromesso politico e ideologico ⁽⁴⁴⁾.

Inspirata al modello tecnico-operativo della Bank of England ⁽⁴⁵⁾, ma adattata al contesto economico e politico statunitense, la FED venne sin da principio strutturata su

⁽⁴⁰⁾ A. H. MELTZER, *A History of the Federal Reserve*, Chicago - London, University of Chicago Press, vol. I, 69; P. HUNTOON, *Introduction*, in J. STILLER a cura di, *Banking Modern America*, cit., 6 ss.

⁽⁴¹⁾ Tra i principali si ricordano quelli degli anni 1873, 1884, 1890, 1893 e 1907. Un'approfondita analisi delle crisi della fine del XIX secolo è consultabile nei due studi commissionati dalla National Monetary Commission seguito della crisi del 1907: O.M.W. SPRAGUE, *History of crises under the National Banking System*, Washington DC, National Monetary Commission, 1910; E.W. KEMMERER, *Seasonal variations in the relative demand for money and capital in the United States*, Washington DC, National Monetary Commission, 1910.

⁽⁴²⁾ Per un'analisi delle iniziali problematiche, J. H. WOOD, *A history of Central Banking*, cit., 169 ss. I primi anni del sistema FED furono in effetti prevalentemente connotati dalla necessità di supportare le esigenze di liquidità del Tesoro, come sottolineato da E.A. GOLDENWEISER, *Federal Reserve System in Operation*, New York, McGraw-Hill Book, 1925, spec. 40. Sulle origini della FED, oltre al già citato A. H. MELTZER, *A History*, cit., R. WEST, *Banking Reform and the Federal Reserve*, Ithaca, NY, Cornell University Press, 1977; E. WHITE, *The Regulation and Reform of the American Banking System*, Princeton, Princeton University Press, 1983; J. LIVINGSTON, *Origins of the Federal Reserve System*, Ithaca, NY, Cornell University Press, 1986.

⁽⁴³⁾ R.S. CARNELL, J.R. MACEY, G.P. MILLER, *The law*, cit., 15.

⁽⁴⁴⁾ MELTZER sottolinea come la soluzione proposta nel 1913 da Wilson «*appeared to reconcile competing public and private interests. He proposed a public-private partnership with semiautonomous, privately funded reserve banks supervised by a public board. The directors of the twelve reserve banks, representing commercial, agricultural, industrial, and financial interests within each region, controlled each bank's portfolio [...]. No formal provision required coordination or cooperation of the various parts, however. In practice this meant that if the system was to serve as a lender of last resort, it would have to coordinate the actions of the semiautonomous reserve banks.*»; A. H. MELTZER, *A History*, cit., 3.

⁽⁴⁵⁾ A. H. MELTZER, *A History*, cit., 19: «*the developers of Federal Reserve System in the 1920s imported many of their aims and much of their understanding from the pre-World War I Bank of England. The blending of these imported elements with practices or principles from United States experience created the broad framework that guided Federal Reserve policy operations at its start and for many years after.*».

di un duplice livello: l'uno composto da dodici banche federali regionali eredi delle *clearinghouses* locali, il cui capitale era detenuto da istituti con sede nel distretto di riferimento; l'altro, federale, imperniato su un Federal Reserve Board (FRB) eletto dal Presidente e confermato dal Senato, responsabile del controllo delle dodici banche regionali. La natura profondamente compromissoria e ibrida dell'istituto emerge da due aspetti del disegno originario: come per la *First* e la *Second National Bank*, il *chartering* venne inizialmente concesso per un periodo iniziale di soli vent'anni ⁽⁴⁶⁾; al contempo, la legge mancava di indicazioni chiare sugli obiettivi di *policy* del sistema ⁽⁴⁷⁾.

Nel primo decennio del '900, il mercato bancario evolse verso un progressivo consolidamento ⁽⁴⁸⁾, pur nel quadro di perduranti fragilità esacerbate dalla limitata adesione delle banche statali al sistema-FED a dispetto degli auspici legislativi ⁽⁴⁹⁾. D'altro canto, l'impossibilità per alcuni intermediari di accedere alla liquidità di ultima istanza della FED li rendeva continuamente soggetti al rischio di *bank run* ⁽⁵⁰⁾: le frequenti spirali di sfiducia tra i depositanti e le ondate di panico finanziario che si susseguirono ancora dopo il crollo di Wall Street nel '29 e l'inizio della Grande Depressione culminarono nell'inevitabile collasso del sistema bancario nel marzo del '33 ⁽⁵¹⁾.

La reazione a tali eventi, rappresentata dalla celere emanazione del Banking Act of 1933 (noto anche come Glass-Steagall Act) nel contesto dell'indirizzo politico-

⁽⁴⁶⁾ Il carattere permanente della FED venne sancito, a quattordici anni di distanza, con l'emanazione del McFadden Act del 1927.

⁽⁴⁷⁾ Al riguardo, MELTZER nota «[t]he title talks of furnishing an elastic currency, affording means of rediscounting commercial paper, and improving the supervision of banking; the act speaks of setting discount rates "with a view of accommodating commerce and business" but mentions no other objectives»; A. H. MELTZER, *A History*, cit., 65. Come evidenziato da WORSHAM, inoltre, «[the Act] developed a system of governance that was a hybrid of public and private regulation. And yet, although the act was an explicit recognition by all involved of the unique role of banks and banking in the economy and polity, it still left the question of control unresolved»; J. WORSHAM, *Other People's Money*, cit., 32-33.

⁽⁴⁸⁾ Oltre alle prime legislazioni statali che iniziarono a ridurre i divieti di *branching*, nei primi decenni del '900 si osservò la nascita delle prime *bank holding companies*, che consentivano di aggirare i limiti imposti alla possibilità di operare tramite filiali o in settori finanziari di altro genere. Il fenomeno del *branch banking* ebbe una prima svolta nel corso degli anni '30 del '900, quando 18 stati rimossero i divieti, permanendo comunque limiti alla possibilità di operare a livello trans-statale; tale ultima circostanza creava un'asimmetria competitiva con gli intermediari bancari stranieri, colmata con l'emanazione, nel 1978, dell'International Banking Act. Su tali sviluppi, R.S. CARNELL, J.R. MACEY, G.P. MILLER, *The law*, cit., 21. Frattanto, il già ricordato McFadden Act sancì la parificazione tra *national* e *state banks*; in estrema sintesi consentendo alle prime di operare tramite filiali nella misura in cui ci fosse permesso dalla legislazione statale. In argomento, www.federalreservehistory.org/essays/mcfadden_act.

⁽⁴⁹⁾ Nel corso del primo anno, solo 17 banche avevano aderito al sistema; tale numero raggiunse un picco di 1648 nel 1922, per poi declinare a poco più di 1100 nell'anno della crisi di Wall Street (1929).

⁽⁵⁰⁾ R.S. CARNELL, J.R. MACEY, G.P. MILLER, *The law*, cit., 16.

⁽⁵¹⁾ In reazione alla crisi del marzo del '33, e ad appena una settimana dal suo insediamento, il presidente Roosevelt tenne un celebre discorso alla nazione, noto come *Fireside Chat on Banking*, per cercare di mitigare le conseguenze del panico che andava diffondendosi, proclamando un giorno di *bank holiday* necessario a ripristinare progressivamente la funzionalità del sistema.

economico del New Deal rooseveltiano, segnò l'introduzione dei pilastri di lunga durata della regolazione bancaria statunitense, affiancatisi alle tendenze di fondo della disciplina di fine '800. I provvedimenti dell'epoca sancirono la nota separazione tra attività bancaria e attività di investimento, ponendo il divieto per le imprese bancarie di operare in *securities*. Fu inoltre istituita la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) per la gestione di uno schema (dapprima temporaneo, poi) perpetuo di assicurazione dei depositi bancari ad adesione semi-obbligatoria. Infine, venne imposto un limite alla remunerazione delle giacenze attraverso la c.d. «Regulation Q», garantita la possibilità anche alle *national banks* di stabilire filiali, e adottata una disciplina federale per le *bank holding companies* ⁽⁵²⁾.

La legislazione bancaria del '33 modificò altresì l'articolazione organizzativa della FED, creando la Federal Open Market Committee ed eliminando dal *board* i seggi del Segretario al Tesoro e del Comptroller ⁽⁵³⁾; coevi provvedimenti sancirono l'istituzione della Securities Exchange Commission (SEC), e un primo conseguente riordino dei mercati mobiliari ⁽⁵⁴⁾.

2.1.3 Dalla *deregulation* alla crisi globale

Nonostante i buoni risultati prodotti dal regime regolatorio dell'era rooseveltiana, l'ultimo ventennio del secolo trascorso ne ha segnato un progressivo smantellamento, concomitante all'affermarsi di fenomeni di più ampia portata che hanno in ultima analisi condotto, nel volgere di pochi decenni, a un nuovo collasso del sistema finanziario statunitense dalle conseguenze globali.

Sul finire degli anni '70, la pressione inflazionistica determinata dalla crisi petrolifera generò un'emorragia della raccolta bancaria sotto forma di depositi, prodotti divenuti non appetibili per larghe fasce di risparmiatori in considerazione dei limiti imposti

⁽⁵²⁾ In parallelo vennero adottati anche interventi per il riordino delle *thrift institutions* e delle altre istituzioni bancarie minori, con la creazione del Federal Home Loan Bank System, modellato sul sistema della FED e con al suo vertice un Federal Home Loan Bank Board, e della Federal Savings and Loan Insurance Corporation. I provvedimenti adottati furono il Federal Home Loan Bank Act of 1932, l'Home Owners' Loan Act of 1933 che attribuì al *board* da ultimo citato il potere di autorizzare e regolare le *thrift institutions* federali, e il National Housing Act of 1934.

⁽⁵³⁾ Quest'ultima scelta fu meramente *occasionata* dall'adozione della legge bancaria del '33, in quanto non aveva una chiara correlazione con le cause della crisi né rispondeva all'obiettivo di prevenirla di future; piuttosto, era un modo per ridurre l'influenza governativa nel sistema bancario; si veda, J. WORSHAM, *Other People's Money*, cit., 36.

⁽⁵⁴⁾ Anteriormente alla legislazione del New Deal, l'intermediazione mobiliare era prevalentemente soggetta al controllo di alcune agenzie statali e dalle stesse deputazioni di borsa. Il Securities Exchange Act of 1934 istituì la SEC, attribuendole il potere di regolare i mercati mobiliari e i vari operatori, anche al fine di ridurre le asimmetrie tra le diverse regolazioni statali. È appena il caso di accennare come invece la contrattazione di *futures*, in quanto legata al commercio di materie prime agricole, era soggetta ai controlli della Grain Futures Administration, istituita dal Grain Futures Act nel 1922.

alla remunerazione delle giacenze. L'esito inevitabile fu l'abrogazione della Regulation Q⁽⁵⁵⁾, con il contestuale diffondersi di strumenti alternativi quali i Money Market Funds (MMFs), "sostituti" funzionali degli strumenti ordinari e origine del fenomeno noto come *shadow banking*⁽⁵⁶⁾.

Il processo di *deregulation* e l'incedere dell'innovazione finanziaria hanno ulteriormente contribuito a intaccare i pilastri regolatori sopra ricordati. La rimozione del divieto di commistione tra attività bancaria commerciale e attività di investimento⁽⁵⁷⁾, in particolare, ha consentito l'affermarsi di conglomerati finanziari di elevate dimensioni, controllati da *holding companies* soggette a limitate restrizioni regolatorie⁽⁵⁸⁾. Nel corso degli anni '80, inoltre, la consapevolezza del rilievo di tali intermediari per la complessiva tenuta del sistema finanziario ha originato un indirizzo di *policy* all'interno della FDIC riassunto nella poi celebre formula TBTF, in base al quale occorreva a ogni costo evitare la liquidazione di intermediari insolventi di elevate dimensioni alla luce delle disastrose ripercussioni che un tale evento avrebbe potuto avere sull'intera tenuta del sistema, e a prescindere dalle ricadute in termini di azzardo morale⁽⁵⁹⁾.

⁽⁵⁵⁾ Il riferimento è al Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980; in argomento J.W. MARKHAM, *Banking Regulation: Its History and Future*, in North Carolina Banking Institute, 221, 7. Una delle conseguenze collaterali della riduzione dei limiti alla remunerazione dei depositi fu, peraltro, la crisi delle *thrift institutions* nel corso dei primi anni '80, anche per effetto dell'adozione del Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982; a tali eventi il Congresso reagì adottando il Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989 e il Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991. In argomento, P. DEJMEK WOODS, *The measure of a regulator. The Office of Thrift Supervision, 1989-2011*, in J. STILLER a cura di, *Banking Modern America*, cit., spec. 129-132.

⁽⁵⁶⁾ Come osserva HOCKETT, «[o]ver the course of the 1980s and 1990s [...] American investment companies increasingly came to offer MMFs bearing many of the attributes of bank deposits, with the added feature of offering higher returns [...]. The consequence was that more and more Americans came to use MMFs as bank accounts [...]. This meant in turn that widespread failures of MMFs could impose social costs much like those that widespread bank failure would have imposed in the past. Yet MMFs were neither deposit-insured nor especially carefully regulated as banks were»; R.C. HOCKETT, *The Macroprudential Turn: From Institutional 'Safety and Soundness' to Systematic 'Financial Stability' in Financial Supervision*, in Virginia Law & Business Review, 2015, 215-216.

⁽⁵⁷⁾ Sull'importanza del Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act of 1999, si vedano, tra i molti contributi, J.K. GRANT, *What the Financial Services Industry Puts Together let no Person Put Asunder: How the Gramm-Leach-Bliley Act Contributed to the 2008-2009 American Capital Markets Crisis*, in Albany Law Review, 2010, 371; R.W. DIXON, *The Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act: Why Reform in the Financial Services Industry Was Necessary and the Act's Projected Effects on Community Banking*, in Drake Law Review, 2001, 671.

⁽⁵⁸⁾ Le *bank holding companies* sono state interessate da talune restrizioni regolatorie solo a partire dagli anni '50 e '70, grazie al Bank Holding Company Act of 1956 e al Bank Holding Company Act Amendments of 1970. La legge del '56 introdusse l'autorizzazione della FED per la costituzione di *bank holding companies*, al contempo attribuendo al FRB una serie di rilevanti poteri di vigilanza e regolazione, e proibendo l'acquisizione di partecipazioni in banche stabilite in stati diversi da quello di incorporazione. Tale assetto di disciplina venne in parte modificato dalla legge del 1970, che ne estese l'applicazione anche alle c.d. *one-bank holding companies* e proibì la prassi del *tying* di prodotti. Misure di tenore simile furono adottate anche nei confronti delle *savings and loan holding companies* con il Savings and Loan Holding Company Act of 1967.

⁽⁵⁹⁾ Una compiuta disamina dell'affermazione della dottrina del TBTF in esito al salvataggio della banca Continental Illinois da parte della FDIC nel 1984 si deve a A.E. WILMARTH, *Too Big to Fail, Too Few to Serve? The Potential Risks of Nationwide Banks*, in Iowa Law Review, 1992, 957; tra le diverse analisi dell'operazione

Un contributo decisivo allo scoppio della crisi del 2007-2008 è stato dato dall'espandersi dello *shadow banking system* quale area grigia di fuga dal sistema bancario tradizionale ⁽⁶⁰⁾, e dall'affermarsi di un'intermediazione sempre più integrata tra i diversi settori, attratta nell'alveo di gruppi di imprese con *range* di attività ampi e *asset* per trilioni di dollari, soggette a inadeguati limiti regolatori, attive sui mercati internazionali, e interconnesse in misura essenziale per il sistema e di fatto inafferrabile per un sistema frammentato di agenzie. Il primo dei fenomeni ricordati ha contribuito alla bolla nel settore immobiliare, incentivando il noto modello *originate-to-distribute*, sostituendosi dal punto di vista economico-funzionale al sistema bancario-finanziario tradizionale ⁽⁶¹⁾, e divenendo quindi oggetto, allo scoppio del panico sul mercato interbancario, di un classico *bank run* in chiave moderna ⁽⁶²⁾. Il secondo, nella sua incontrollata espansione, ha sollecitato massicci interventi di salvataggio nei confronti di intermediari il cui dissesto, riverberandosi sull'intero sistema alla luce delle interconnessioni esistenti, avrebbe esacerbato una spirale di panico priva di ulteriori argini ⁽⁶³⁾.

Tali sviluppi, come più innanzi si noterà più puntualmente, hanno notevolmente influenzato il quadro concettuale di riferimento che ha indotto la trasformazione in senso

“Continental”, si veda I.H. SPRAGUE, *Bailout: An Insider's Account of Bank Failures and Rescues*, Beard Books, 1986, 149 ss.

⁽⁶⁰⁾ La locuzione “*shadow banking*” è stata coniata nel 2007 per descrivere «[t]he whole alphabet soup of levered up non-bank investment conduits, vehicles and structures. Unlike regulated real banks, who fund themselves with insured deposits, backstopped by access to FED's discount window, unregulated shadow banks fund themselves with uninsured commercial paper, which may or may not be backstopped by liquidity lines from real banks.»; P. MCCULLEY, *Teton Reflections*, 2007, in www.pimco.com/en-us/insights/economic-and-market-commentary/global-central-bank-focus/teton-reflections/. La corretta definizione del fenomeno è stata oggetto di diversi studi e analisi, tra i quali si menzionano, senza pretesa di esaustività, Z. POSZAR, *The Rise and Fall of the Shadow Banking System*, in *Regional Financial Review*, Moody's, 2008; T. ADRIAN, H. SONG SHIN, *The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report no. 382, 2009; S. CLASSENS, Z. POSZAR, L. RATNOVSKI, M. SINGH, *Shadow Banking: Economics and Policy*, Imf Staff Discussion Note, 2012; A. NESVETAILOVA a cura di, *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*, New York, Routledge, 2018.

⁽⁶¹⁾ Tale circostanza, nel periodo più acuto della crisi, ha quindi obbligato la FED a intervenire con un massiccio sostegno di liquidità anche a intermediari non bancari tramite il Troubled Relief Asset Program (Tarp). Per un'analisi di tale correlazione, Z. POSZAR, T. ADRIAN, A. ASHCRAFT, H. BOESKY, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, no. 458, 2010.

⁽⁶²⁾ G. GORTON, A. METRICK, *Regulating the Shadow Banking System*, in *Brookings Papers on Economic Activity*, 2010, 279 ss.

⁽⁶³⁾ Come si nota nel *report* conclusivo sulle cause della crisi finanziaria, «[a] series of actions, inactions, and misjudgments left the country with stark and painful alternatives—either risk the total collapse of our financial system or spend trillions of taxpayer dollars to stabilize the system and prevent catastrophic damage to the economy. In the process, the government rescued a number of financial institutions deemed “too big to fail” [...]. As a result of the rescues and consolidation of financial institutions through failures and mergers during the crisis, the U.S. financial sector is now more concentrated than ever in the hands of a few very large, systemically significant institutions. This concentration places greater responsibility on regulators for effective oversight of these institutions.»; US FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, *The Financial Crisis Inquiry Report*, cit., 386.

macroprudenziale dell'apparato regolatorio statunitense: all'interno di quest'ultimo, infatti, la prevenzione del rischio sistemico è venuta in larga misura identificandosi con l'esigenza di controllo di intermediari e infrastrutture TBTF ⁽⁶⁴⁾, oltre che di soggetti e attività rientranti nella nozione economico-funzionale di *shadow banking* ⁽⁶⁵⁾.

2.2 Le autorità di regolazione

Lo sviluppo dell'architettura amministrativa di vigilanza e regolazione ha risentito profondamente degli sviluppi del mercato sin qui tratteggiati. In assenza di un chiaro disegno organizzativo di fondo, tre elementi hanno giocato, in tal senso, un ruolo fondamentale: il dualismo tra incorporazione federale e statale dell'impresa bancaria; la lunga stagione della frammentazione, soggettiva e tipologica, in operatori di piccole dimensioni per il divieto di stabilire filiali e per i molteplici limiti all'*interstate banking* diretto o attraverso *bank holding companies*; i cicli alternati di *regulation* e *deregulation* seguiti a fasi di instabilità e stabilità, influenzati dalla relazione *banking-politics* ⁽⁶⁶⁾.

Parimenti significativi per la definizione di un sistema stabile di controlli prudenziale sono risultati sia la costituzione di un meccanismo pubblico-privato di protezione dei depositi ⁽⁶⁷⁾ che la ritardata fondazione di una banca centrale connotata, peraltro, da caratteristiche uniche (duplice livello di governo e ibridazione pubblico-privata nel controllo) e da un mandato che è venuto estendendosi oltre la stabilità dei prezzi e la garanzia di valore del metro monetario.

2.2.1 Sviluppi storici

Il dualismo tra livello statale e federale di vigilanza si è affermato, in connessione agli sviluppi già osservati, tra la fine del XIX e l'inizio del XX secolo. A livello statale, le

⁽⁶⁴⁾ È significativa, al riguardo, la definizione di TBTF che è stata proposta per identificare in maniera diretta il fenomeno di cui nel testo alla percezione del rischio sistemico: «[a company is TBTF] when, in order to stave off unacceptable political or economic risks, governments would put taxpayer money at risk to avert the company's failure rather than wind it down in a bankruptcy or resolution proceeding»; così, E. GREENE, K. MCLLWAIN, J. SCOTT, *A Closer Look at "Too Big to Fail": National and International Approaches to Addressing Risks of Large, Interconnected Financial Institutions*, in *Capital Markets Law Journal*, 2010, 117, 118. La definizione è riportata anche in H. WILKE, E. BECKER, C. ROSTÁSY, *Systemic Risk*, cit., 43.

⁽⁶⁵⁾ Come osserva CRAWFORD, «[a] central lesson of the financial crisis of 2007-20098 was that firms behaving like banks should be regulated like banks. Nonbanks that perform the same economic function as banks - so-called "shadow banks" - create the same risks and demand the same regulatory response as depository institutions with bank charters»; J. CRAWFORD, *Lesson Unlearned? Regulatory Reform and Financial Stability in the Trump Administration*, in *Columbia Law Review*, 2017, 127.

⁽⁶⁶⁾ S. HOFFMANN, *Politics and Banking*, cit.

⁽⁶⁷⁾ La correlazione tra vigilanza prudenziale e sistema di garanzia dei depositi si comprende risalendo alle origini statali di quest'ultimo. Per un esempio, rappresentato dal New York Safety Fund istituito nel 1829, FEDERAL DEPOSIT INSURANCE, *A History of the Fdic. The First Fifty Years*, Washington DC, 1984, 111-112.

responsabilità di vigilanza erano attribuite a varie commissioni e uffici di controllo, spesso istituiti solo in esito al panico del 1907 e dotati di potestà poco pervasive ⁽⁶⁸⁾. A livello federale, invece, il monopolio della vigilanza sulle *national banks* è appartenuto per lungo tempo all'OCC, istituito dal ricordato National Bank Act of 1864.

Vero e proprio esempio *ante litteram* di agenzia federale assimilabile a quelle che più innanzi avrebbero costituito la «*headless "fourth branch" of government*» ⁽⁶⁹⁾, l'OCC ha esercitato, sin dalla sua fondazione, funzioni di controllo sulle attività delle *national banks*, verificando il rispetto, da parte di queste ultime, della regolazione federale in materia di riserve, capitale e prassi creditizie ⁽⁷⁰⁾ attraverso la periodica disamina di *report* e interventi ispettivi *on-site* di efficacia più o meno adeguata ⁽⁷¹⁾, cui si aggiungeva la possibilità di procedere a liquidazione coatta mediante *receivership* senza ricorso alle corti ⁽⁷²⁾.

⁽⁶⁸⁾ Come osserva WORSHAM, «[t]he OCC was but one chartering authority available to those interested in the business of banking, and an underfunded and understaffed one at that. State authorities were still allowed to charter banks, giving rise to a dual-banking system that hindered the stringency of regulatory enforcement by the comptroller»; J. WORSHAM, *Other People's Money*, cit., 26. Molte autorità non potevano esercitare i propri poteri nei confronti delle già ricordate *trust companies*; su tali aspetti, E.N. WHITE, "To Establish a More Effective Supervision of Banking", cit., 22. Per uno studio della vigilanza di livello statale nel periodo successivo all'emanazione della legge bancaria del 1864, G.E. BARNETT, *State banks and trust companies since the passage of the National Bank Act*, Washington DC, National Monetary Commission, 1911.

⁽⁶⁹⁾ Lo mette in luce J. STILLER, *Founding the Fourth Branch. The Office of the Comptroller of the Currency*, in ID., *Banking Modern America*, cit., 88 ss., il quale, sviluppando un parallelismo con il moderno dibattito intorno all'architettura istituzionale emersa dal Dodd-Frank Act con la creazione, tra l'altro, del CFPB (v. *infra* nel testo), evidenzia che «[its] structural features [...] that so upset its detractors were little different from those assigned to the OCC [...]» (90). L'A. evidenzia infatti che la legislazione del '63 «created a new kind of government entity - one that belonged both to the executive and legislative branches, but that was dependent on neither. [...]. That experience shaped the view that politics and sound banking were incompatible, and that a new kind of government entity was necessary for the nation to enjoy the benefits that safe and sound banks under federal authority would provide» (105).

⁽⁷⁰⁾ E.N. WHITE, "To Establish a More Effective Supervision of Banking", cit., 9.

⁽⁷¹⁾ Solo alcuni anni dopo si prevede la possibilità per l'OCC di ottenere informazioni patrimoniali su richiesta; tali dati, peraltro, una volta pubblicati risultavano di notevole utilità per il mercato, in quanto consentivano un monitoraggio interno all'industria stessa per il mantenimento di stabili rapporti di *correspondent banking*. Per una disamina storica dell'attività di vigilanza svolta dall'OCC e del contributo alla stabilità del sistema delle banche nazionali si vedano, R. ROBERTSON, *The Comptroller and bank supervision: A historical appraisal*, Washington DC, Office of the Comptroller of the Currency, 1968; E.N. WHITE, "To Establish a More Effective Supervision of Banking", cit., 17 ss.; ID., *Stabilizing the national banking system, 1864-1913. The role of bank examination*, in J. STILLER, *Banking Modern America*, cit., 67 ss., il quale evidenzia come «(e)ven though the financial system was troubled by design defects, the national banks were safer and sounder than is conventionally believed. By the end of the nineteenth century [...] the conduct of supervision by the Comptroller was regarded as best practice and many states began to more closely mimic the OCC's procedure».

⁽⁷²⁾ L'attività svolta dal *Comptroller* aveva in effetti un carattere più vicino all'*advice* che all'accertamento di tipo pubblicistico, con l'unica eccezione costituita dalle ipotesi nelle quali venissero rilevati casi di frode o insolvenza. Tale impressione si trae dalla lettura di E.N. WHITE, "To Establish a More Effective Supervision of Banking", cit., 21, il quale, rifacendosi a scritti più risalenti (J.G. CANNON, *Clearing Houses*, Washington DC, National Monetary Commission, 1910), evidenzia: «[e]xaminations, except when fraud or insolvency was discovered, remained advisory [...]. Well aware that the examination process gave him only an advisory role, the comptroller appears to have become much more anxious after the panic of 1907. Attempting to pressure bank directors to become more attentive to the problems of national banks, the comptroller ordered examiners to ask directors a set of fixed questions».

La creazione del Federal Reserve System nel 1913 ha inciso su questo assetto, aprendo la strada alla moltiplicazione degli organi e alla sovrapposizione di responsabilità. L'atto originario, infatti, attribuiva al FRB il potere di esaminare a propria discrezione «*the accounts, books and affairs [...] of each member bank and to require such statements and reports as it may deem necessary*»⁽⁷³⁾, senza tuttavia realizzare un adeguato coordinamento con le competenze del *Comptroller*. In primo luogo, stante l'obbligatoria adesione alla FED per le *national banks*, la concessione di una licenza bancaria federale da parte dell'OCC comportava l'accesso automatico al sistema di nuovi soggetti senza il vaglio della banca centrale. Nondimeno, l'assenza di meccanismi atti a consentire uno scambio di informazioni tra OCC e FED faceva sì che tanto per le *national banks* quanto per le *state banks* cui fosse concessa una licenza nazionale la FED non disponesse di dati sufficienti, rientrando nell'esclusiva discrezionalità del *Comptroller* la decisione in merito alle notizie da fornire⁽⁷⁴⁾.

Una nuova svolta istituzionale fu segnata dalla creazione, per effetto della legislazione bancaria del '33⁽⁷⁵⁾, della garanzia federale sui depositi amministrata dalla FDIC⁽⁷⁶⁾, le cui competenze vennero di fatto a sovrapporsi a quelle delle altre due autorità federali e delle agenzie statali⁽⁷⁷⁾, dando peraltro luogo a vere e proprie commistioni organizzative e operative⁽⁷⁸⁾. Nel sistema così congegnato, l'ammissione alla garanzia era automatica per le *member banks*, mentre per le *nonmember* derivava dall'accertamento dello stato di solvibilità da parte dell'autorità statale di vigilanza e della stessa FDIC, cui faceva

⁽⁷³⁾ 63 Cong. Ch. 6, December 23, 1913, 38 Stat. 251 (Federal Reserve Act), Section 11(a).

⁽⁷⁴⁾ W.P.G. HARDING, *The formative period of the Federal Reserve System during the world crisis*, London, Constable, 1925, 6 ss. Anche per tali ragioni, un emendamento al Federal Reserve Act nel 1917 comportò il trasferimento del potere di richiedere informazioni sulla situazione contabile delle *state member banks* alla Federal Reserve Bank regionale di competenza, e l'attribuzione al Board del potere di determinare le date nelle quali tali *report* dovevano essere prodotti.

⁽⁷⁵⁾ L'idea di una garanzia pubblica dei depositi era già stata messa in pratica in circa 14 stati, fra i quali il primo fu quello di New York (1829-1917). Tali sistemi non furono tuttavia affatto efficaci e già intorno al 1930 erano stati in larga misura dismessi. Anteriormente alla costituzione della FDIC, inoltre, erano stati proposti centinaia di disegni di legge per l'adozione di un'assicurazione federale sui depositi, nessuno dei quali venne tuttavia adottato sino al 1933. In argomento, FEDERAL DEPOSIT INSURANCE, *A History of the Fdic*, cit., 3; spec. 13 ss. e 29-30. Evidenzia il ruolo cruciale dell'opinione pubblica per l'inclusione di un sistema di garanzia nella legislazione del '33, C.W. SHAW, "The Man in the Street Is for It": The Road to the FDIC, in *Journal of Policy History*, 2015, 36.

⁽⁷⁶⁾ Il capitale della nuova *Corporation* venne sottoscritto dal Tesoro statunitense e dalle dodici banche del Federal Reserve System; il *management board* era costituito dal Comptroller of the Currency e da due membri nominati dal Presidente, su proposta e con il consenso del Senato, per sei anni.

⁽⁷⁷⁾ «Apparently the political compromise that led to the creation of the Fdic did not permit taking any supervisory authority away from existing federal or state agencies [...]»; FEDERAL DEPOSIT INSURANCE, *A History of the Fdic*, cit., 112.

⁽⁷⁸⁾ Nei primi anni di funzionamento, infatti, lo *staff* incaricato di esaminare le banche da ammettere allo schema di garanzia veniva assegnato in via temporanea o definitiva da altre agenzie statali e federali, tra cui, in prevalenza, proprio l'OCC. FEDERAL DEPOSIT INSURANCE, *A History of the Fdic*, cit., 114.

seguito il rilascio di una *certification* da parte del Tesoro ⁽⁷⁹⁾. Nel quadro di disciplina previsto dallo schema definitivo di garanzia varato nel 1935, pertanto, la FDIC venne incaricata di verificare «*the adequacy of the bank's capital, its future earnings prospects, the quality of its management and its usefulness in serving the convenience and needs of the community*» ⁽⁸⁰⁾, e acquisì, tra l'altro, poteri autorizzativi e di *enforcement* in materia di apertura di nuove filiali, riduzione del capitale, e fusione tra *insured* e *noninsured institutions* ⁽⁸¹⁾.

Con il tempo l'apparato istituzionale è venuto ulteriormente complicandosi alla luce dell'istituzione di nuove autorità federali con responsabilità di vigilanza verso particolari operatori in reazione a prolungate crisi settoriali. Un primo esempio è stato rappresentato dall'Office of the Thrift Supervision (OTS), agenzia con responsabilità di controllo sugli intermediari *thrift* federali e statali, e sulle rispettive *holding company*, modellata sull'esperienza dell'OCC ed erede della Federal Savings and Loan Insurance Corporation ⁽⁸²⁾. Parimenti, la National Credit Union Administration (NCUA) venne istituita all'inizio degli anni '70 con l'obiettivo di accentrare in un'unica agenzia federale le funzioni di autorizzazione, controllo e gestione dello schema di garanzia dei depositi per il settore delle *federal credit unions*, dapprima distribuite all'interno di altri rami dell'amministrazione federale ⁽⁸³⁾.

2.2.2 Il coordinamento

Nel tentativo di governare la descritta articolazione istituzionale, a partire dagli anni '70 si sono registrati alcuni interventi legislativi volti a introdurre strumenti per il coordinamento e la convergenza delle prassi amministrative sia su base interfederale che su base verticale tra agenzie e regolatori statali di settore. Su queste basi, le esigenze di

⁽⁷⁹⁾ La necessità di un coordinamento continuo con la FED, l'OCC e le agenzie statali ha condotto alla creazione di numerosi *forum*, tra i quali si ricordano l'Interagency Supervisory Committee, il Federal Financial Institutions Examination Council, e la Depository Institutions Deregulation Committee; si veda FEDERAL DEPOSIT INSURANCE, *A History of the Fdic*, cit., 131.

⁽⁸⁰⁾ FEDERAL DEPOSIT INSURANCE, *A History of the Fdic*, cit., 52.

⁽⁸¹⁾ *Ibid.* Al fine di consentire aggregazioni tra intermediari volte a prevenire il rischio di perdite per il fondo, la FDIC poteva inoltre erogare prestiti temporanei o acquisire *asset* delle banche interessate.

⁽⁸²⁾ In particolare, tale agenzia aveva un ruolo assimilabile a quello dell'OCC per le banche nazionali: le sue responsabilità includevano l'autorizzazione dei *federal thrifts*, nonché la regolazione e la vigilanza su *federal* e *state thrifts* e rispettive società controllanti. L'adozione del Dodd-Frank Act ha sancito la soppressione dell'OTS e il trasferimento delle relative competenze alla FED, all'OCC e alla FDIC, rispettivamente per i profili di regolazione e *rulemaking* nei confronti delle *savings and loan holding companies*, vigilanza e *rulemaking* nei confronti delle *federal savings associations*, e vigilanza e *rulemaking* verso le *state-chartered savings associations*. Si veda, E. PAN, *Organizing Regional Systems: The US Example*, in N. MOLONEY, E. FERRAN, J. PAYNE (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, OUP, 2015, 203.

⁽⁸³⁾ Federal Credit Union Act Amendment of 1970, Pub. L. 91-206, § 3, Mar. 10, 1970, 84 Stat. 49, 12 U.S. Code § 1752a - National Credit Union Administration.

raccordo sono state prevalentemente gestite attraverso comitati di livello federale con poteri di indirizzo e raccomandazione nei confronti dei partecipanti ⁽⁸⁴⁾.

Il principale organo di coordinamento, tuttora attivo, è stato individuato nel Federal Financial Institutions Examination Council (FFIEC), istituito nel 1978 con l'obiettivo di conseguire un'armonizzazione dei principi e degli *standard* federali di vigilanza adottati dalle diverse agenzie, e dotato del potere di adottare raccomandazioni per assicurare *policy* uniformi ⁽⁸⁵⁾.

Per dare corpo a forme verticali di interazione tra i regolatori, all'interno del FFIEC è stata attivata una State Liaison Committee (SLC), composta da cinque rappresentanti di agenzie statali di vigilanza e incaricata di incoraggiare l'applicazione di principi e *standard* omogenei di controllo da parte delle autorità statali e federali ⁽⁸⁶⁾. I membri della SLC sono a loro volta espressione di ulteriori organizzazioni costituite dalle stesse agenzie statali su base volontaria, quali la Conference of State Bank Supervisors (CSBS) ⁽⁸⁷⁾, l'American Council of State Savings Supervisors (ACSSS) ⁽⁸⁸⁾, e la National Association of State Credit Union Supervisors (NASCUS) ⁽⁸⁹⁾.

⁽⁸⁴⁾ E. PAN, *op. ult. cit.*, 204.

⁽⁸⁵⁾ 12 U.S.C.A. § 3301, per effetto del Financial Institutions Regulatory and Interest Rate Control Act of 1978, Pub. L. 95-630, Title X, § 1002, Nov. 10, 1978, 92 Stat. 3694. Le agenzie che attualmente partecipano al FFIEC sono l'OCC, la FDIC, la NCUA, la FED, e il CFPB; inoltre lo stesso mantiene regolari contatti con la State Liaison Committee (v. *infra* nel testo), e con le ulteriori organizzazioni di raccordo citate nel testo (Conference of State Bank Supervisors, l'American Council of State Savings Supervisors, e la National Association of State Credit Union Supervisors).

⁽⁸⁶⁾ 12 U.S.C.A. § 3306. Anche questo comitato è stato istituito a opera del Financial Institutions Regulatory and Interest Rate Control Act of 1978, e al suo vertice vi è un *chair* eletto tra i suoi membri.

⁽⁸⁷⁾ La CSBS è stata creata nel 1902 come National Association of Supervisors of State Banks con l'obiettivo di assicurare il coordinamento delle attività di supervisione e sviluppare indirizzi di *policy* da adottare nei confronti dei soggetti vigilati. Per una descrizione esaustiva delle funzioni e della *membership*, CSBS, *Annual Report*, 2016, ottobre 2017, in www.csbs.org/system/files/2017-11/CSBS_AR_2016_Web.pdf.

⁽⁸⁸⁾ La ACSSS, «*provides professional supervisory information and insight in support of the state charter for savings institutions through Congressional Testimony and FFIEC participation. Acsss also provides valuable information about legislative activity in Washington to state financial institution regulators. [...] as a close relationship with the [CSBS]. Through the efforts of the CSBS regulatory and legislative teams, ACSSS members are kept up-to-date on legislation and regulations that impact the state-chartered thrift systems*»; si veda, www.acsss.org/aboutus.

⁽⁸⁹⁾ La NASCUS è stata costituita nel 1965 «*to enhance state credit union supervision and advocate for a safe and sound credit union system [and] to promote the safety and soundness of state-chartered credit unions. NASCUS is the only organization dedicated to the defense and promotion of the state credit union charter and the autonomy of state credit union regulatory agencies. As a professional regulators association, NASCUS is the primary resource and voice of the 45 state governmental agencies that charter, regulate and examine the nation's state-chartered credit unions (Delaware, South Dakota and Wyoming have no laws permitting state-chartered credit unions) [and] represents the interests of state agencies before Congress and is the state system's liaison to federal agencies including the NCUA, which in addition to being the chartering authority for federal credit unions, is the administrator of the National Credit Union Share Insurance Fund (NCUSIF), the insurer of most state-chartered credit unions. [...]. Additionally, NASCUS represents state regulators on the [SLC]*»; si veda, nascus.org/about/index.php.

Funzioni di analisi trasversale delle problematiche del sistema bancario e finanziario statunitense sono inoltre svolte, a livello apicale, dal President's Working Group on Financial Markets (PWG), istituito con un ordine del presidente Reagan nel 1988 a seguito della crisi di Wall Street dell'anno precedente ⁽⁹⁰⁾, e attivo quale *forum* di confronto tra il Tesoro, la FED, la SEC e la CFTC su tematiche di comune interesse e di rilievo strategico per la tutela del sistema finanziario statunitense ⁽⁹¹⁾. Si tratta, come si vedrà nel prosieguo, di un comitato che, seppur con un grado significativamente inferiore di formalizzazione e collocato in una posizione largamente schermata da qualsivoglia forma di controllo politico-istituzionale e giudiziario effettivo anche alla luce della mancanza di qualsivoglia potere vincolante, di fatto presenta *in nuce* molte delle caratteristiche del FSOC.

Accanto agli strumenti di tipo formalizzato, le agenzie hanno inoltre fatto di frequente ricorso a meccanismi di raccordo e coordinamento informale, nonché alla stipula di Memorandum of Understanding e accordi che regolano reciproci diritti e obblighi in ambiti di potenziale sovrapposizione e interazione.

Alcuni esempi sono rappresentati dalla partecipazione congiunta alle attività di vigilanza *on-site*, dalle consultazioni preventive tra FED e altre agenzie federali o statali nell'ambito dell'esame di *subsidiaries* ricomprese nel perimetro di consolidamento di una *bank holding company*, e, più di recente, dai diversi accordi stipulati tra il CFPB e le autorità prudenziali per il coordinamento delle attività di esame sulle *financial institutions* in seguito alla nuova ripartizione di competenze sancita dal Dodd-Frank Act ⁽⁹²⁾.

2.2.3 Le proposte di riforma e l'assetto corrente

La descritta complessità dell'assetto istituzionale non è stata esente da critiche, come non infrequenti sono stati i tentativi di provvedere a una sua organica riforma atta a contenerne le inefficienze e ridurre gli elevati costi di *compliance* associati alla concorrenza

⁽⁹⁰⁾ 53 FR 9421, Exec. Order No. 12631, 1988 WL 1099387 (Pres.). Il PWG è presieduto dal Segretario al Tesoro.

⁽⁹¹⁾ Si veda, ad esempio, in esito alla crisi finanziaria, PWG, *Policy Statement on Financial Market Developments*, in Law & Business Review of the Americas, 2008, 447. Sul ruolo del PWG si veda lo studio, ancorché risalente, del GAO, *Financial regulatory coordination. The role and functioning of the President's Working Group: report to the Chairman, Subcommittee on Capital Markets, Securities and GSEs, Committee on Banking and Financial Services, House of Representatives*, Washington DC, 2000.

⁽⁹²⁾ Per una panoramica di questi e altri strumenti di coordinamento, GAO, *Financial Regulation. Complex and fragmented structure*, cit., 40-41.

di competenze istituzionali e regole applicabili a medesime operazioni, servizi e soggetti⁽⁹³⁾.

Nel periodo immediatamente antecedente la crisi finanziaria globale, una serie di studi di organismi pubblici e privati avevano già messo in luce alcuni elementi di urgente attenzione, proponendo varie possibili soluzioni organizzative per l'efficientamento del sistema⁽⁹⁴⁾.

Negli anni di più acuta instabilità, l'organizzazione amministrativa della regolazione finanziaria è stata oggetto di analisi in due importanti documenti programmatici elaborati dalle amministrazioni Bush⁽⁹⁵⁾ e Obama⁽⁹⁶⁾, premesse storiche per la parziale riforma realizzata con il Dodd-Frank Act e per il definitivo affermarsi dell'approccio macroprudenziale qui in esame.

Il *Blueprint* del marzo 2008 recava una proposta di riorganizzazione dell'architettura istituzionale di regolazione e vigilanza federale su tre pilastri. Si proponeva, in particolare, un riordino delle agenzie sulla base di un approccio funzionale per obiettivi⁽⁹⁷⁾: stabilità finanziaria; rispetto della disciplina prudenziale; conformità alle

⁽⁹³⁾ Si veda, ad esempio, all'inizio degli anni '90, il progetto dell'amministrazione Clinton per il consolidamento delle responsabilità di vigilanza delle tre agenzie federali in un'unica autorità - la Federal Banking Commission - formulato nella proposta di F.N. NEWMAN, *Consolidating the federal bank regulatory agencies*, novembre 1993. Come notato da BROWN, che ha realizzato un approfondito studio su tutte le proposte di riforma avanzate negli Stati Uniti, «[p]roposals to consolidate the federal financial regulators began almost as soon as the federal government created the Federal Reserve in 1913. The creation of the Federal Reserve meant that the federal government had two banking agencies with overlapping jurisdictions [...]. Every one of the eleven decades since the creation of the Federal Reserve, except for the 1950s, has involved substantial public consideration of, and debate over, the need to consolidate federal financial regulators, usually without resulting in any significant action»; E.F. BROWN, *Prior Proposals to Consolidate Federal Financial Regulators*, The Volcker Alliance, 2015, in www.volckeralliance.org/sites/default/files/attachments/Background%20Paper%201%20Prior%20Proposal%20to%20Consolidate%20Federal%20Financial%20Regulators.pdf.

⁽⁹⁴⁾ Si considerino, tra gli altri, i lavori della Committee on Capital Markets Regulation (*Communication on Capital Markets Regulation, Interim Report 2006; The Competitive Position of the US Public Equity Market*, 2007), della US Chamber of Commerce (*Communication on the Regulation of US Capital Markets in the 21st Century, Report and Recommendations*, 2007), e di McKinsey & Co. (*Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*). In primo luogo, si sottolineava come l'eccessiva complessità del sistema era esacerbata dalla mancanza di coordinamento tra autorità statali e federali con conseguente sovrapposizione degli interventi di *enforcement*; in secondo luogo, si metteva in luce come la concorrenza tra più autorità impedisse lo sviluppo di nuovi e più efficienti prodotti e servizi; infine, si evidenziava che il sistema non forniva un adeguato controllo sui conglomerati di rilevanti dimensioni attivi a livello globale, alla luce della specializzazione settoriale delle agenzie. Per tali riferimenti, E. PAN, *op. ult. cit.*, 205. Per un quadro completo delle diverse proposte di riforma, L.A. CUNNINGHAM, D. ZARING, *The three or four approaches to financial regulation: a cautionary analysis against exuberance in crisis response*, in *George Washington Law Review*, 2009, 39.

⁽⁹⁵⁾ DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*, Washington DC, 2008.

⁽⁹⁶⁾ DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Financial Regulatory Reform. A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, 2009.

⁽⁹⁷⁾ Si trattava, quindi, di una proposta volta a realizzare «a shift from an entity-based model to an objectives-based model»; M. STRINGER MUSSELMAN, *U.S. Treasury Department Plan for the Overhaul of Financial Institution Regulation*, in *Consumer Finance Law Quarterly Report*, 2007, 847.

regole di condotta. Secondo il disegno ipotizzato, la FED avrebbe assunto responsabilità esclusive in materia di stabilità finanziaria attraverso l'attuazione della politica monetaria, l'erogazione di liquidità d'emergenza e l'esercizio di poteri di vigilanza mediante sottoposizione di *report* da parte di tutte le *financial institutions*. Una seconda agenzia unica avrebbe invece concentrato in sé le responsabilità di vigilanza prudenziale con uno spettro esteso a tutte le *financial institutions*. Una terza autorità avrebbe infine avuto il compito di assicurare il rispetto delle regole in materia di *business conduct*, assorbendo le competenze di *rulemaking* ed *enforcement* distribuite tra diverse amministrazioni federali e statali ⁽⁹⁸⁾.

Lo scenario ipotizzato nel documento pubblicato dall'amministrazione Obama nel giugno 2009 enfatizzava invece alcuni degli elementi che hanno successivamente condotto all'affermazione di un orientamento macroprudenziale della regolazione con il Dodd-Frank, pur non trascurando spunti del *Blueprint*. Sottolineando l'importanza della stabilità finanziaria e della necessità di prevedere strumenti per la supervisione del rischio sistemico, dei conglomerati finanziari di maggiori dimensioni e degli intermediari di importanza sistemica, il c.d. «White Paper» proponeva l'adozione di cinque misure: l'istituzione di un'autorità autonoma responsabile per l'identificazione del rischio sistemico in sostituzione del PWG; l'ampliamento del mandato della FED, con l'attribuzione di responsabilità di supervisione e regolazione nei confronti di ogni *financial institution*; il consolidamento delle responsabilità di regolazione e vigilanza prudenziale all'interno di un'unica agenzia federale, con la conseguente fusione di OCC, FDIC e OTS; la creazione di un ufficio federale con competenze in materia assicurativa; l'istituzione di un'autorità per la protezione dei consumatori nei settori del risparmio, del credito e dei pagamenti ⁽⁹⁹⁾.

I suggerimenti indicati nei due documenti sono stati solo in parte trasfusi nel disegno istituzionale che si trae dalla lettura del Dodd-Frank. L'attuale sistema mantiene infatti molti degli elementi di duplicità e sovrapposizione sin qui evidenziati ⁽¹⁰⁰⁾, ancorché dando nuovo rilievo alla protezione dei consumatori e introducendo un presidio del rischio sistemico mediante l'ampliamento del ruolo della FED e l'istituzione del FSOC e

⁽⁹⁸⁾ Per una disamina di tale proposta, si veda E. PAN, *op. ult. cit.*, 206.

⁽⁹⁹⁾ E. PAN, *op. ult. cit.*, 210-212.

⁽¹⁰⁰⁾ Come notato in un *report* dell'IMF, «*complex regulatory framework continues to present challenges for coordination and group-wide supervision. An opportunity was missed to consolidate the landscape, which consists of a number of overlapping federal agencies and several hundred state regulatory agencies, self-regulatory organizations (SROs), and coordinating groups. Consolidation would substantially reduce gaps, overlaps, potential delays in regulatory actions, and barriers to data sharing*»; IMF, *United States: Financial Sector Assessment Program, Financial System Stability Assessment*, 2015, IMF Country Report No 15/170, spec. 25-31.

dell'OFR. Si deve inoltre alla riforma finanziaria l'introduzione della definizione di «*primary financial regulatory agency*», in cui si rinviene - sebbene in relazione al solo ambito di applicazione dello stesso atto -, un esaustivo elenco di categorie di intermediari regolati e regolatori di riferimento, così contribuendosi a una maggiore chiarezza nella distribuzione delle responsabilità ⁽¹⁰¹⁾.

Pertanto, allo stato, se a livello statale permane una pleora di agenzie con compiti di vigilanza più o meno pervasivi, e che agiscono in coordinamento tra loro su base prevalentemente volontaria, a livello federale le competenze sono ripartite tra sei agenzie principali, cui si aggiungono, per il settore mobiliare, le già ricordate SEC e CFTC: l'OCC, la FDIC, la NCUA e la FED hanno responsabilità in materia di regolazione e vigilanza prudenziale per il settore bancario; la Federal Housing Finance Agency (FHFA) e il Consumer Financial Protection Bureau (CFPB) hanno rispettivamente poteri in materia di credito immobiliare sostenuto da programmi federali e protezione dei consumatori. Le competenze in materia assicurativa rimangono invece prevalentemente incardinate a livello statale, con un limitato ruolo di monitoraggio attribuito al Federal Insurance Office (FIO) istituito dallo stesso Dodd-Frank.

A conclusione di tale breve rassegna preme notare come, all'interno di un così articolato sistema, la FED è venuta progressivamente assumendo una posizione non poco significativa ⁽¹⁰²⁾, che esula dalle sole competenze di emissione monetaria. In primo luogo, la banca centrale sottopone a regolazione e obblighi di *reporting*, direttamente o indirettamente ⁽¹⁰³⁾, intermediari di dimensioni significative anche non bancari ⁽¹⁰⁴⁾, *member state banks* ⁽¹⁰⁵⁾, filiazioni di banche straniere e filiazioni all'estero di banche statunitensi. In secondo luogo, e con specifico riguardo alla prima tipologia di operatori, particolarmente inclini a generare fenomeni di instabilità finanziaria rilevanti dal punto di vista macroprudenziale, la FED opera quale «*umbrella regulator*», esercitando una funzione di controllo su base consolidata che si raccorda a quella spettante alle altre agenzie nei confronti di singole *subsidiaries* ⁽¹⁰⁶⁾.

⁽¹⁰¹⁾ 12 U.S.C.A. § 5301(12).

⁽¹⁰²⁾ T.H. STANTON, *Bank Supervision: Unfinished Business from the Financial Crisis*, in Banking & Financial Services Policy Report, 2014, 1.

⁽¹⁰³⁾ Si veda, 12 U.S.C.A. § 248(a).

⁽¹⁰⁴⁾ Si tratta, in particolare, di tutte le diverse tipologie di *holding companies*, quali le *bank holding companies*, *financial holding companies*, *savings and loan holding companies*, *securities holding companies*.

⁽¹⁰⁵⁾ 12 U.S.C.A. § 483.

⁽¹⁰⁶⁾ Dal punto di vista organizzativo, tale funzione è esercitata ora attraverso le dodici Reserve Banks in base al luogo di incorporazione, ora dal FRB attraverso il *framework* della Large Institution Supervision

3. La rete di regolazione macroprudenziale

Adottando un approccio di tipo macroprudenziale, il Dodd-Frank Act attribuisce la funzione di prevenzione del rischio sistemico ad agenzie e uffici federali preesistenti e di nuova istituzione, che danno vita a una complessa architettura amministrativa a rete in cui si instaurano molteplici forme di coordinamento e interazione tra le diverse componenti.

Al centro di tale sistema si collocano il FSOC e, in posizione subalterna, l'OFR; un ulteriore ruolo primario è attribuito al Segretario al Tesoro e al FRB della FED; più defilata, ma non meno rilevante per le dinamiche complessive degli sviluppi regolatori in ottica sistemica, appare la posizione delle altre agenzie federali e statali che, rappresentate all'interno del Consiglio, contribuiscono al suo concreto funzionamento ⁽¹⁰⁷⁾. Fermo l'obiettivo generale di salvaguardia della stabilità finanziaria, ciascuno di questi soggetti svolge compiti e ruoli differenti, frammentando la funzione unitaria e innescando una catena di sequenze procedurali articolata su atti molteplici e intersecati di regolazione, raccomandazione e aggiudicazione. Queste interazioni danno vita a modelli ora noti ora infrequenti per gli assetti del diritto amministrativo federale ⁽¹⁰⁸⁾, pongono rischi di scarsa

Coordinating Committee (LISCC). La LISCC è stata istituita nel 2010 al fine di consentire al FRB di esercitare in maniera più efficace le competenze in materia di supervisione sugli intermediari di maggiori dimensioni previste dal Dodd-Frank Act. Le funzioni essenziali di tale comitato, presieduto dal direttore della Division of Banking Supervision and Regulation del FRB, sono così indicate: «to: (i) Provide strategic and policy direction for supervisory activities across the Federal Reserve System, (ii) Continue to enhance the consistency and quality of supervision, and (iii) Incorporate systemic risk considerations into the supervision program. The LISCC is designed to (i) Facilitate consideration of views from various disciplines, including research economists, market specialists, supervisors and others at the Board and Reserve Banks, and (ii) More effectively incorporate quantitative analysis into the supervisory process»; www.federalreserve.gov/supervisionreg/large-institution-supervision.htm. Allo stato attuale, rientrano nell'attività della LISCC gli intermediari di dimensioni maggiori, domestici e stranieri: Bank of America Corporation; The Bank of New York Mellon Corporation; Barclays PLC; Citigroup Inc.; Credit Suisse Group AG; Deutsche Bank AG; The Goldman Sachs Group, Inc.; JP Morgan Chase & Co.; Morgan Stanley; Prudential Financial, Inc.; State Street Corporation; UBS AG; Wells Fargo & Company. In argomento, si vedano Supervision and Regulation Letter SR 15-7, April 17, 2015, [Governance Structure of the Large Institution Supervision Coordinating Committee \(LISCC\) Supervisory Program](#); Supervision and Regulation Letter SR 14-8, September 25, 2014; [Consolidated Recovery Planning for Certain Large Domestic Bank Holding Companies](#); Supervision and Regulation Letter SR 12-17/CA 12-14, December 17, 2012, [Consolidated Supervision Framework for Large Financial Institutions](#).

⁽¹⁰⁷⁾ In linea generale, la scienza del diritto amministrativo statunitense ha evidenziato come il Dodd-Frank Act «builds upon and generates new webs of agency jurisdiction. The result is a complex set of task assignment and administrative authority. By and large, however, this web is crafted by design rather than accidents»; J.E. GERSEN, *Administrative Law Goes to Wall Street*, cit., 709.

⁽¹⁰⁸⁾ *Ibid*, passim, specie ove si osserva che «[m]any facets of the new financial regulatory structure are either entirely novel or hybrid entities that are rarely encountered in the administrative law landscape»; «Dodd-Frank makes extensive use of the web-of-authority model, but also offers a series of innovative solutions to problems associated with similar statutory schemes. These provisions both incorporate and make adjustments to existing administrative law doctrine as part of the more general statutory scheme. Dodd-Frank [...] blends administrative law doctrine, statutory interpretation, and legislative drafting. In short, it is a new administrative process».

collaborazione tra le diverse componenti della rete ⁽¹⁰⁹⁾, e rendono i confini effettivi dei poteri del FSOC, astrattamente concepito come perno del sistema, incerti e nei fatti limitati rispetto al suo ampio mandato ⁽¹¹⁰⁾.

Prima di procedere a un'analisi dei caratteri procedurali e funzionali dell'attività di regolazione macroprudenziale e dei meccanismi che ne governano il controllo, in questo paragrafo si esaminano gli obiettivi generali e l'organizzazione interna del FSOC e dell'OFR, autorità di snodo della rete macroprudenziale. Tale analisi consente di svolgere un primo nucleo di riflessioni sull'equilibrio tra tecnica e politica realizzato nell'assetto istituzionale qui discusso, nonché sui caratteri generali del *network* in esame (§ 3.3).

3.1. Il Financial Stability Oversight Council

«FSOC's initials really stand for 'Firing Squad on Capitalism' [...] a vast left-wing conspiracy to hinder capital formation [...] the Bully Pulpit of Failed Prudential Regulators [...] [t]he Dodd-Frank Politburo» ⁽¹¹¹⁾.

Una sommaria lettura del Dodd-Frank Act potrebbe forse indurre a condividere le pittoresche dichiarazioni di un commissario della SEC di orientamento repubblicano: la riforma dell'era Obama assegna indubbiamente al FSOC una posizione chiave nell'area della regolazione finanziaria in ottica macroprudenziale, che le disposizioni istitutive tracciano attraverso la doppia articolazione mandato generale/responsabilità. Non a caso, dimostrando la propria aperta contrarietà all'approccio della precedente amministrazione ⁽¹¹²⁾, la nuova maggioranza repubblicana ha proposto una profonda revisione del Consiglio e dei relativi poteri, chiaramente diretta a ridurne in misura sostanziale il peso istituzionale e la capacità di indirizzare l'operato delle altre agenzie federali di regolazione finanziaria in ottica di stabilità ⁽¹¹³⁾.

⁽¹⁰⁹⁾ GAO, *Financial Regulation. Complex and fragmented structure*, cit., 65 ss.

⁽¹¹⁰⁾ *Ibid*, 81 ss.

⁽¹¹¹⁾ M. ABELSON, Z. TRACER, *SEC's Pivovar Calls FSOC 'Vast Left-Wing Conspiracy'*, in Bloomberg News, 16 luglio 2014.

⁽¹¹²⁾ Come ricorda ALLEN, *«the FSOC was not particularly contentious at the time it was first created, but it has become a political hot potato in the past few years, with both the mutual fund and insurance industries seeking to challenge the Fsoc's authority to subject them to heightened regulatory scrutiny. Prompted by such controversy, several bills have been introduced that propose to restructure the FSOC. Unfortunately, the aim of such legislative reform is to retrofit the FSOC in a way that creates a bias against proactive financial stability regulation and increasingly politicizes the council»*; H.J. ALLEN, *Putting the "Financial Stability" in Financial Stability Oversight Council*, in Ohio State Law Journal, 2015, 1087, 1089.

⁽¹¹³⁾ Il riferimento è al c.d. «*Financial CHOICE Act of 2017*» (2017 CONG US HR 10, 115th CONGRESS, 1st Session), proposto nell'aprile 2017 dal nuovo *chairman* della House Financial Services Committee, Jeb Hensarling, e approvato dalla *House of Representatives* nel giugno 2017.

Attualmente, l'esteso mandato del Consiglio copre tre aree principali, che, come meglio si dirà in seguito, identificano nel fenomeno del *too big to fail*, dello *shadow banking* e della frammentazione istituzionale della regolazione di settore i nodi problematici cui l'approccio macroprudenziale ha inteso porre rimedio nel contesto statunitense.

In dettaglio, il FSOC è chiamato a (i) individuare i rischi per la stabilità del sistema finanziario che possano emergere (i.a) da disfunzioni sostanziali o fallimenti, nonché dall'attività nel continuo, «*of large, interconnected bank holding companies or nonbank financial companies*», ovvero (i.b) al di fuori del mercato finanziario; (ii) promuovere la disciplina del mercato, con l'obiettivo di eliminare tendenze all'azzardo morale, ovvero l'aspettativa che i poteri pubblici («*the Government*») terranno indenni azionisti, creditori e controparti di intermediari *too big to fail* dalle perdite causate da loro crisi; e (iii) rispondere a minacce emergenti alla stabilità del sistema finanziario statunitense ⁽¹¹⁴⁾.

Per assolvere a tale mandato, di cui la scienza giuridica non ha esitato a evidenziare la parziale contraddittorietà ⁽¹¹⁵⁾, il FSOC ha una lunga serie di responsabilità (*duties*) dettagliatamente elencate nello *statute* fondativo ⁽¹¹⁶⁾. Queste possono essere ricondotte a sintesi entro quattro macro-aree: una vigilanza sistemica in senso stretto, svolta in prevalente collaborazione con l'OFR e prettamente strumentale alle altre tre; un'attività di indirizzo e coordinamento delle (oltre che di risoluzione di conflitti tra le) *member agencies*, volta ad assicurare il corretto adempimento delle funzioni *microprudenziali* alle stesse attribuite, a rafforzare gli *standard* in uso e quindi a garantire un loro adeguato contributo alla stabilità complessiva; un'attività di *policy making* e analisi ad alto livello tesa a indirizzare le scelte del Congresso o di *standard setters* esterni ⁽¹¹⁷⁾; un'attività di *adjudication* che genera effetti diretti nella sfera di soggetti privati e specifici obblighi di regolazione e vigilanza in capo ad altre agenzie ⁽¹¹⁸⁾.

⁽¹¹⁴⁾ 12 U.S.C.A. § 5322(a)(1) (West).

⁽¹¹⁵⁾ H.J. ALLEN, *Putting the "Financial Stability"*, cit., 1134 ss., la quale nota che «(t)he most obvious problem with this mandate is the inclusion of section 112(a)(1)(B), which seems to be at cross-purposes with the rest of the mandate. [...]. While it is preferable to proactively address potential financial stability concerns, emergency measures may well be required if such proactive regulation fails. As such, well-designed ex post safety nets should be formalized in advance to allow the FSOC to carry out its mandated purpose in section 112(a)(1)(C): to "[r]espond to emerging threats to the stability of the United States financial system." The ban in section 112(a)(1)(B) on formalizing any kind of safety net in advance will only ensure that if intervention does become necessary (and if a crisis is large enough, there will most likely be sufficient political pressure to intervene), it will be ad hoc in nature».

⁽¹¹⁶⁾ 12 U.S.C.A. § 5322(a)(2) (West).

⁽¹¹⁷⁾ Utilizzando le categorie del diritto nazionale potrebbe dirsi che il FSOC svolge funzioni di «alta vigilanza», ancorché in ambiti differenziati rispetto a quelli propri del CICR.

⁽¹¹⁸⁾ In dettaglio, i *duties* del Consiglio includono: a) raccogliere informazioni dalle *member agencies*, da altre agenzie federali e statali di settore e dal FIO, nonché, ove necessario a valutare i rischi per il sistema finanziario statunitense, ordinare all'OFR di raccogliere informazioni da *bank holding companies* e *nonbank*

L'attuale *membership* del FSOC riproduce la struttura di vertice dell'ordinamento bancario e finanziario statunitense. Concepito anche quale *forum* per il raccordo tra le diverse agenzie federali ⁽¹¹⁹⁾ e la condivisione di informazioni utili per la stabilità finanziaria, il Consiglio ha una composizione inevitabilmente pletorica, con dieci membri votanti e cinque non votanti ⁽¹²⁰⁾. Il gruppo dei primi è composto dal Segretario al Tesoro, che svolge anche il ruolo di *chairperson*, dal *chairman* del FRB, e dai vertici dell'OCC, del CFPB, della SEC, della FDIC, della CFTC, della FHFA e della NCUA; il decimo membro non è invece affiliato ad alcuna delle agenzie federali, ed è un esperto del settore assicurativo di nomina presidenziale ⁽¹²¹⁾. I cinque membri non votanti sono invece i vertici dell'OFR e del FIO, e tre rappresentanti delle autorità statali di vigilanza su banche, assicurazioni e intermediari mobiliari ⁽¹²²⁾; questi ultimi partecipano a tutte le attività del Consiglio con un ruolo di tipo consultivo, e possono essere esclusi dalla discussione di temi in agenda solo laddove, all'unanimità dei *voting members*, ciò sia necessario a promuovere e salvaguardare lo scambio di informazioni confidenziali di vigilanza ⁽¹²³⁾.

financial companies; b) indirizzare l'attività dell'OFR, richiedendo dati e analisi; c) monitorare il mercato finanziario al fine di identificare potenziali minacce alla stabilità finanziaria; d) seguire gli sviluppi regolatori internazionali e domestici anche nel settore assicurativo e contabile, formulando raccomandazioni al Congresso per incrementare l'integrità, l'efficienza, la competitività e la stabilità del sistema finanziario statunitense; e) facilitare lo scambio di informazioni e il coordinamento tra le *member agencies* e le altre agenzie federali e statali in relazione alle attività domestiche di «*policy development, rulemaking, examinations, reporting requirements, and enforcements*»; f) formulare raccomandazioni alle *member agencies* in materia di priorità generali e principi dell'attività di supervisione; g) identificare vuoti nella regolazione che possano costituire rischi per la stabilità finanziaria; h) assoggettare al potere di supervisione del FRB quelle *nonbank financial companies* che possano costituire un rischio per la stabilità finanziaria degli Stati Uniti in caso di dissesto o in relazione alle attività da queste svolte; i) formulare raccomandazioni al FRB in materia di rafforzamento di varie tipologie di requisiti prudenziali in materia di requisiti di capitale, leva finanziaria, liquidità, *contingent capital*, piani di risoluzione, limiti alla concentrazione, *enhanced public disclosure* e gestione complessiva del rischio per *nonbank financial companies* e «*large, interconnected bank holding companies*»; j) identificare le infrastrutture di mercato e i sistemi di pagamento, *clearing* e *settlement* di importanza sistemica; k) formulare raccomandazioni alle diverse *primary financial regulatory agencies* (v. *supra*, § 2.2.2) per il rafforzamento dei requisiti prudenziali; l) rivedere e sottoporre commenti o proposte in materia di *accounting standards*; m) consentire uno scambio di visioni, tra le diverse agenzie rappresentate, sugli sviluppi di mercato e della regolazione, e contribuire alla risoluzione di eventuali conflitti di competenza tra le diverse autorità partecipanti; n) elaborare una relazione annuale per il Congresso sulle diverse attività svolte (v. *infra*, § 4.3).

⁽¹¹⁹⁾ Così, ancorché in senso più riduttivo che nel testo, D.N. LAMSON, H. ALLEN, *Financial Stability Oversight Council: Completely New or Deja Vu?*, BNA's Banking Report, 974, 2011.

⁽¹²⁰⁾ 12 U.S.C.A. § 5321 (West).

⁽¹²¹⁾ In base al dettato normativo, si tratta di un membro indipendente «*appointed by the President, by and with the advice and consent of the Senate, having insurance expertise*», la cui carica dura sei anni; si veda, 12 U.S.C.A. § 5321(1)(j) e (4) (West).

⁽¹²²⁾ Questi ultimi sono nominati in base a una procedura definita dalle stesse agenzie statali e rimangono in carica per due anni. Attualmente la partecipazione spetta a membri del North Carolina Office of the Commissioner of Banks, del New Jersey Department of Banking & Insurance (non-voting member), e della Securities Division del Maryland Office of the Attorney General.

⁽¹²³⁾ 12 U.S.C.A. § 5321(3) (West).

L'organizzazione interna evidenzia in maniera strutturale le diverse anime funzionali del Consiglio sopra scomposte, e getta una prima luce sulle interazioni che intercorrono con le altre “componenti” della rete, il cui *staff* designato è coinvolto su base continuativa nell'attività del regolatore macroprudenziale alla luce del numero contenuto di risorse proprie del FSOC. ai cinque comitati attualmente istituiti sono infatti demandate le attività di cui consta la funzione di regolazione macroprudenziale del Consiglio⁽¹²⁴⁾.

Il primo, denominato «Financial Market Utilities and Payment, Clearing, and Settlement Activities Committee», contribuisce all'esercizio del potere di designazione come *systemically important* di infrastrutture di mercato e sistemi di pagamento, *clearing* e *settlement* ⁽¹²⁵⁾. Il secondo, noto come «Nonbank Financial Companies Designations Committee» svolge le attività prodromiche alla designazione di *nonbank financial company* sistemiche ⁽¹²⁶⁾. Il terzo comitato, indicato come «Regulation and Resolution Committee», identifica i vuoti regolatori che possano determinare l'emersione di rischi per la stabilità finanziaria, e propone raccomandazioni in materia di piani di risoluzione ⁽¹²⁷⁾. Il Systemic Risk Committee, invece, monitora e analizza gli sviluppi sul mercato finanziario e gli aspetti correlati alla stabilità finanziaria utili all'identificazione di rischi sistemici e delle

⁽¹²⁴⁾ FSOC, *Council's Committee Charters*, in www.treasury.gov/initiatives/fsoc/governance-documents/Documents/The%20Council%27s%20Committee%20Charters.pdf.

⁽¹²⁵⁾ Il riferimento è all'ambito di esercizio dei poteri di cui alle Sezioni 804-809 del Dodd-Frank Act, su cui v. *infra* nel testo.

⁽¹²⁶⁾ In senso sostanziale, le responsabilità di questo comitato includono «*Conducting analyses and making recommendations to the Deputies Committee and the Council related to potential determinations that material financial distress at a nonbank financial company, or the nature, scope, size, scale, concentration, interconnectedness, or mix of the activities of a nonbank financial company, could pose a threat to U.S. financial stability, pursuant to section 113 of the Dodd-Frank Act; Performing actions related to the exercise of the Council's authorities under section 113 of the Dodd-Frank Act, including communicating with companies under evaluation, consulting with regulatory or supervisory agencies, and coordinating written or oral hearings; Conducting periodic reviews of each Council final determination and making recommendations to the Deputies Committee and the Council regarding whether a nonbank financial company continues to meet the standards for a determination, pursuant to section 113(d) of the Dodd-Frank Act.*».

⁽¹²⁷⁾ Il ruolo di questo comitato appare particolarmente significativo nell'organizzazione interna del FSOC, in quanto rientrano nel perimetro delle sue attività tre aree cruciali: il riporto sugli sviluppi di carattere regolatorio a livello domestico e globale, e la conseguente definizione di strategie di *policy* sulla base di uno scambio di informazioni tra le diverse agenzie («*monitoring domestic and international financial regulatory proposals and developments related to U.S. financial stability and periodically reporting to the Deputies Committee on such proposals and developments [and] [s]erving as a forum for information sharing and coordination among the staff of Council members, member agencies and other federal and state agencies, as appropriate, regarding domestic financial services policy development*»); il supporto alla definizione delle raccomandazioni sulle priorità e i principi di vigilanza, nonché sul rafforzamento degli *standard* prudenziali applicabili dalla FED alle *nonbank financial companies* e alle «large, interconnected bank holding companies»; il supporto all'adozione di raccomandazioni in materia di risanamento e risoluzione degli intermediari, e di ordini per la dismissione di *asset* o attività (Section 165(d)(5) del Dodd-Frank Act).

relative risposte. Il quinto comitato, denominato «Data Committee», infine, supporta le attività degli altri quattro comitati, raccogliendo informazioni e dati tramite l'OFR ⁽¹²⁸⁾.

Tutti e cinque i comitati descritti operano mediante *consensus*. Ove all'interno degli stessi non si riesca a definire una posizione comune su una data questione, questa è deferita al Deputies Committee cui ciascuno di essi risponde. Tale organo di secondo livello rappresenta, quindi, il raccordo intermedio tra comitati e Consiglio: svolge, in altre parole, un ruolo di coordinamento dei lavori e di supporto diretto per l'assunzione delle decisioni finali da parte del FSOC, rispecchiandone appieno la composizione ⁽¹²⁹⁾.

3.2 L'Office of Financial Research

La seconda "autorità" istituita dal Dodd-Frank Act si configura come ufficio interno all'amministrazione finanziaria del governo statunitense, secondo il modello tipico dei *bureaux*, «strutture organizzative compiute [...] largamente apolitiche e per lo più sottratte alla influenza dell'esecutivo» ⁽¹³⁰⁾ interne ai *departments*. Al suo vertice non è infatti collocato un funzionario "di carriera" scelto dal Segretario al Tesoro, ma un direttore nominato dal Presidente per un termine di sei anni con il consueto *advice and consent* del Senato. Come già rilevato, in tale ruolo egli riveste altresì la posizione di membro non votante del FSOC.

Nel quadro dell'attività di vigilanza sul rischio sistemico, l'OFR agisce come braccio di *intelligence* dell'autorità macroprudenziale e delle altre agenzie federali

⁽¹²⁸⁾ Come chiarito nel *Data Committee Charter*, l'OFR «*will perform the administrative functions to facilitate the operations and work of the Data Committee. Such functions may include, among others, calling meetings of the Data Committee, preparing meeting agendas, developing work plans, distributing materials, producing analysis, coordinating the production of Data Committee work product, maintaining distribution lists for purposes of communications to participants on the Data Committee, and retaining custody of all records of the Data Committee. The OFR will regularly consult and coordinate with the participants on the Data Committee in performing these responsibilities*». Questo comitato è quindi organizzato in maniera diversa rispetto agli altri quattro, per i quali il supporto amministrativo e segretariale è fornito da personale dell'Office of the FSOC, stabilito all'interno del Dipartimento del Tesoro; quest'ultimo conta attualmente 14 dipendenti, e ha un *budget* per l'anno 2018 pari a 6.9 milioni di dollari.

⁽¹²⁹⁾ FSOC, *Bylaws of the Deputies Committee of the Financial Stability Oversight Council*, in www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Documents/The%20Council%27s%20Deputies%20Committee%20Bylaws.pdf, ove si legge: «*[t]he duties of the Committee shall include: (1) coordinating and overseeing the work of committees of the Council; (2) coordinating the Council's agenda; (3) assisting the Council in fulfilling its duties, including identifying and monitoring risks to the financial stability of the United States; (4) considering recommendations to the Council regarding nonbank financial companies, financial market utilities, and payment, clearing, and settlement activities; (5) coordinating with the Office of Financial Research; and (6) performing any other work assigned by the Council*». Quanto alla composizione, lo statuto specifica: «*Each voting member of the Council shall designate, in writing, one representative from the staff of such member or of such member's member agency to serve as a voting member of the Committee, who shall serve at the pleasure of such Council member, subject to Section 2(b) of these bylaws. (2) [...] Each nonvoting member of the Council shall designate, in writing, one representative from the staff of such member to serve as a nonvoting member of the Committee, who shall serve at the pleasure of the relevant Council member, subject to Section 2(b) of these bylaws, and each such member shall serve in an advisory capacity on the Committee*».

⁽¹³⁰⁾ B. MARCHETTI, *Pubblica amministrazione e corti negli Stati Uniti: il judicial review sulle amministrative agencies*, Padova, Cedam, 2005, 30-31. In argomento, P.L. STRAUSS, *Administrative Justice in the United States*, Durham, Carolina Academic Press, 2016, 174-175.

partecipanti. All'ufficio è infatti attribuito, in linea generale, il compito di raccogliere e standardizzare dati fornendoli al FSOC e alle agenzie in esso rappresentate, sviluppare strumenti per il monitoraggio e la misurazione del rischio ⁽¹³¹⁾, e svolgere attività di ricerca in materia di stabilità finanziaria. A tal fine, l'OFR dispone anche di un potere di *rulemaking* nei confronti delle agenzie volto a garantire un'omogenea raccolta dei dati; laddove queste non si adeguino alle indicazioni rese, l'OFR può sostituirsi alle stesse per collettare informazioni in formato standardizzato per quanto necessarie all'esercizio delle funzioni del FSOC ⁽¹³²⁾.

Dal punto di vista dell'organizzazione interna, il Dodd-Frank Act ha previsto l'istituzione di due unità (c.d. *programmatic units*) per l'ufficio in esame: un Data Center e un Research and Analysis Center ⁽¹³³⁾.

La prima ha il compito di raccogliere, validare e conservare per conto del FSOC i dati forniti dalle agenzie federali rappresentate nel consiglio, da enti privati, da altre fonti pubbliche e dagli intermediari finanziari di rilievo sistemico. A questi ultimi, in particolare, l'OFR può richiedere - sulla base di una determinazione del Consiglio o del direttore dell'OFR in consultazione con questo - la trasmissione di informazioni periodiche al fine di valutare in che modo questi, le loro attività o il mercato cui partecipano possano porre una minaccia alla stabilità finanziaria ⁽¹³⁴⁾. Fatta eccezione per le informazioni di tipo confidenziale, inoltre, i dati così raccolti devono essere messi a disposizione del pubblico all'interno di specifici *database* ⁽¹³⁵⁾, oltre che del FSOC e dei relativi membri per quanto a essi necessario ⁽¹³⁶⁾.

Il Research and Analysis Center ha invece il compito di coadiuvare il FSOC nell'individuazione degli sviluppi del sistema finanziario che possano avere rilievo dal

⁽¹³¹⁾ 12 U.S.C.A. § 5343(a)(1), (2) e (7) (West).

⁽¹³²⁾ 12 U.S.C.A. § 5343 (c)(1) e (2) (West): «[t]he Office, in consultation with the Chairperson, shall issue rules, regulations, and orders only to the extent necessary to carry out the purposes and duties described in paragraphs (1), (2), and (7) of subsection (a)»; 12 U.S.C.A. § 5343 (c)(2) (West): «Member agencies, in consultation with the Office, shall implement regulations promulgated by the Office under paragraph (1) to standardize the types and formats of data reported and collected on behalf of the Council, as described in subsection (a)(2). If a member agency fails to implement such regulations prior to the expiration of the 3-year period following the date of publication of final regulations, the Office, in consultation with the Chairperson, may implement such regulations with respect to the financial entities under the jurisdiction of the member agency. This paragraph shall not supersede or interfere with the independent authority of a member agency under other law to collect data, in such format and manner as the member agency requires».

⁽¹³³⁾ 12 U.S.C.A. § 5344 (West).

⁽¹³⁴⁾ Al fine di prevenire una sovrabbondanza degli obblighi di *reporting*, è tuttavia previsto che l'ufficio si coordini con le altre agenzie federali e, ove necessario, con le autorità di vigilanza di paesi terzi; si veda 12 U.S.C.A. § 5344 (b)(1)(B)(ii) (West).

⁽¹³⁵⁾ 12 U.S.C.A. § 5344 (b)(2)(A) (West).

⁽¹³⁶⁾ 12 U.S.C.A. § 5344 (b)(5) (West).

punto di vista sistemico, governando le risorse informatiche e analitiche necessarie. Il Dodd-Frank Act elenca in maniera dettagliata le finalità di tale attività strategicamente cruciale, cuore della vigilanza macroprudenziale in senso stretto, e che include compiti quali *i)* lo sviluppo di parametri e schemi segnaletici per il controllo dei rischi per la stabilità finanziaria, *ii)* l'elaborazione di informazioni sul livello complessivo di rischio del sistema da trasmettere al FSOC e al Congresso, *iii)* la valutazione degli esiti degli *stress test* condotti dalle agenzie del FSOC a tutela della stabilità finanziaria, e *iv)* la conduzione di indagini su eventuali disfunzioni dei mercati finanziari con conseguente formulazione di raccomandazioni al FSOC sulla base delle evidenze raccolte.

3.3 I caratteri istituzionali della rete

La descrizione sopra proposta della struttura portante delle due autorità macroprudenziali allocate al centro della nuova architettura regolatoria statunitense permette di introdurre alcune prime riflessioni in merito all'equilibrio realizzato tra esigenze tecniche e influenza politica nell'area in esame.

Concentrando l'attenzione sul ruolo preminente del FSOC, si osserva come questo costituisca un esempio di *multimember agency*, o di *agency-of-agencies*, in sé non estraneo all'esperienza del diritto amministrativo statunitense ⁽¹³⁷⁾. Al suo interno sono infatti rappresentati i vertici di tutte le agenzie federali di un dato settore regolato, secondo uno schema che, se si consente il paragone, riecheggia quello, ben noto all'ordinamento italiano, dei comitati interministeriali.

Questa scelta organizzativa sembra correlata a due obiettivi portanti dell'approccio regolatorio macroprudenziale federale: per un verso, essa instaura una relazione biunivoca con la natura e la tipologia delle finalità statutarie dell'autorità perno della rete regolatoria macroprudenziale; per altro verso, evidenzia il modo in cui, proprio attraverso il disegno istituzionale, si è inteso garantire a questa tanto un'appropriata legittimazione costituzionale e una sufficiente forma di "riparo" da ingerenze politiche in termini di impermeabilità ai mutamenti delle maggioranze oltre che degli stessi soggetti regolati, quanto una legittimazione *interna* alla rete regolatoria stessa, ovvero nei confronti delle altre agenzie a questa partecipanti.

Sotto il primo versante, si osserva agevolmente che le finalità statutarie del FSOC costituiscono la traduzione normativa degli obiettivi intrinseci della regolazione

⁽¹³⁷⁾ J.E. GERSEN, *Administrative Law Goes to Wall Street*, cit., 698.

macroprudenziale elaborati a livello sovranazionale; questi sono quindi contestualizzati e adattati alle specifiche problematiche della regolazione finanziaria nell'ordinamento nazionale, dando luogo a un disegno a suo modo composito e originale.

Il mandato, i compiti e i poteri attribuiti al FSOC, nonché, correlativamente, il ruolo relativo rispetto all'operato dell'OFR e del FRB, appaiono infatti chiaramente disegnati per rispondere in maniera organica a tre dei problemi chiave della regolazione finanziaria statunitense: la predominanza sul mercato di intermediari e infrastrutture connotati da caratteristiche dimensionali e operative che, data l'elevata complessità, possono esacerbare rischi per la stabilità finanziaria; l'incapacità storica di addivenire a una semplificazione della struttura regolatoria sia sotto il versante istituzionale che sotto il profilo sostanziale, anche in virtù della duplice dimensione federale-statale; l'interrelato bisogno di colmare i vuoti regolatori e di controllo posti da un impianto così congegnato.

L'accentramento all'interno di un singolo organo di funzioni di coordinamento delle diverse agenzie e di risoluzione di eventuali conflitti tra le stesse, riducendo i costi associati alla predetta struttura frammentata, contribuisce quindi all'obiettivo di rispondere in maniera unitaria a minacce alla stabilità che possano essere esacerbate da risposte disorganiche, ancorché perfettamente razionali da un punto di vista micro-, di singoli regolatori ⁽¹³⁸⁾.

Al contempo, dato il predetto carattere parcellizzato della struttura regolatoria microprudenziale di livello federale e statale, e l'imprescindibile esigenza di beneficiare di fonti informative dirette e uniformi per un esercizio effettivo della funzione di prevenzione del rischio sistemico, l'utilizzo di una *multimember agency* consente di semplificare la raccolta di dati e statistiche necessari all'individuazione di possibili minacce alla stabilità e all'esercizio consapevole dei vari poteri di raccomandazione e designazione, ancorati a un'effettiva conoscenza degli sviluppi endogeni ed esogeni al mercato. Dal punto di vista informativo, invero, le agenzie partecipanti dispongono, in ragione del loro ufficio, di quelle informazioni e competenze che costituiscono l'*input* strettamente necessario alla funzione macroprudenziale, data la natura *cross-sectional* e multi-istituzionale dell'approccio dalla stessa richiesto ⁽¹³⁹⁾. Nel disegno complessivo, peraltro, tale insieme

⁽¹³⁸⁾ In maniera non dissimile, si è come «Dodd-Frank succeeds at the basic tasks of devoting resources to identifying and monitoring risks to the financial system as a whole and encouraging coordination across micro prudential regulators on issues relating to financial stability and systemic risk»; si veda, A.W.S. DUFF, *Central Bank Independence and Macroprudential Policy: a Critical Look at the U.S. Financial Stability Framework*, in *Berkeley Business Law Journal*, 2014, 183, 208.

⁽¹³⁹⁾ R.C. HOCKETT, *The Macroprudential Turn*, cit., 237.

di conoscenze risulta comunque integrabile attraverso l'azione dell'OFR, il cui ruolo è diretto a garantire un impiego uniforme di dati raccolti in maniera parcellizzata e spesso sovrapposta dalle diverse agenzie alla luce della stratificazione normativa e di competenze più volte ricordata, e a integrare il patrimonio informativo utilizzabile, colmando, attraverso un potere di *rulemaking* a carattere sussidiario, eventuali carenze mediante un contatto diretto con il mercato.

Se gli obiettivi di controllo sul rischio sistemico e mantenimento della stabilità finanziaria in chiave macroprudenziale hanno quindi suggerito un'estensione della partecipazione a tutte le diverse autorità federali con responsabilità *microprudenziali*, tale forma istituzionale - ispirata alla funzione assegnata - non è tuttavia esente da critiche.

Al riguardo, non va sottovalutata la circostanza che solo una tra le agenzie rappresentate all'interno del FSOC, ovvero la FED, ha un mandato che ricomprende in maniera sufficientemente esplicita la stabilità finanziaria; per contro, tutte le altre agenzie partecipanti con o senza diritto di voto non hanno statutariamente e tradizionalmente rivestito ruoli a ciò funzionalmente orientati, esercitando - come rammentato in precedenza - funzioni di tipo microprudenziale segmentate per settore, soggetti e attività ⁽¹⁴⁰⁾. Il disegno istituzionale della rete macroprudenziale statunitense presenta, quindi, pur con i suoi indubbi vantaggi, un limite strutturale intrinseco, rovescio della medaglia di un sistema frammentato di agenzie: l'autorità macro-, dotata di un *budget* finanziario e di risorse umane proprie limitati, altro non è che, in larga parte, una "sommatoria" di autorità *micro*; queste ultime, unitariamente considerate, svolgono funzioni talvolta confliggenti, e operano spesso in competizione tra loro e per fini non rivolti a garantire un equilibrio sistemico, ovvero multisettoriale e plurisoggettivo ⁽¹⁴¹⁾. A ciò si aggiunga che la partecipazione - ancorché in posizione subalterna - di rappresentanti di regolatori di livello statale, pur in parte riflettendo una positiva apertura verticale dell'ordinamento della

⁽¹⁴⁰⁾ Non pare al riguardo sufficiente la previsione del Dodd-Frank Act in base alla quale ciascun membro con diritto di voto del Consiglio deve sottoporre all'attenzione del Congresso, su base annuale, uno *statement* in materia di stabilità finanziaria e alle azioni utili ad assicurarla. Cfr. Dodd-Frank Act, Section 112(b).

⁽¹⁴¹⁾ Esprime una preoccupazione simile, ALLEN, laddove nota che «*while [the FSOC] has been given an express mandate to pursue financial stability, the agencies led by its members have not: [...], if the financial regulatory agencies represented on the FSOC are not concerned with financial stability issues, then a council of those agencies is unlikely to be effective in pursuing financial stability*». L'A. conclude quindi notando che «*(u) nless there is a way to focus and maintain the attention of these agencies on financial stability, the FSOC will be unable to leverage their expertise, and its efficacy will be limited*». H.J. ALLEN, *Putting the "Financial Stability"*, cit., 1091.

regolazione finanziaria federale ⁽¹⁴²⁾, può costituire un negativo elemento di ulteriore frammentazione in senso micro- e settoriale delle prospettive, anche in considerazione del persistere di competenze statali in ambito assicurativo sufficienti a incentivare resistenze all'esercizio del potere di *designation* (v. *infra*), e del dualismo dei regimi di *licensing* e controllo permanenti in ambito bancario.

Quanto al secondo profilo, si nota che la partecipazione dei vertici delle agenzie federali di regolazione settoriale all'interno del Consiglio contribuisce, in linea generale, a rafforzarne la legittimità costituzionale e garantirne l'isolamento dall'influenza politica e del settore finanziario.

La costruzione di tale *super-agency* ripropone infatti all'attenzione degli interpreti due temi centrali nel dibattito della scienza giuridica amministrativa statunitense. Da un lato, le problematiche costituzionali derivanti dal ricorso a quella particolare categoria di agenzie organizzate su base collegiale note come *independent regulatory commissions* ⁽¹⁴³⁾, che cumulano poteri legislativi, esecutivi, e giurisdizionali in ambiti nei quali risulti opportuno frapporre «una giusta distanza» da pressioni politiche ⁽¹⁴⁴⁾. Dall'altro, e in conseguenza, la necessità di isolare tale *agency* dai rischi di cattura da parte dell'industria ⁽¹⁴⁵⁾, posta la nota capacità di quest'ultima - particolarmente perniciosa in ambito finanziario - di poter ricorrere a risorse quantitativamente e qualitativamente superiori rispetto a quelle dei regolatori, esercitare pressioni lobbistiche nei confronti delle istituzioni politiche, sfruttare eventuali fenomeni di “porte girevoli” e beneficiare di un notevole vantaggio informativo rispetto all'oggetto stesso dell'azione regolatoria ⁽¹⁴⁶⁾.

⁽¹⁴²⁾ Questo aspetto è messo in luce da METZGER, che nota che «(t)his incorporation of state regulators is a departure from the dual banking system that long dominated the nation». G.E. METZGER, *Through the Looking Glass*, cit., 150.

⁽¹⁴³⁾ Per i principali riferimenti nel dibattito della scienza amministrativa statunitense, si vedano, tra i molti, R.E. CUSHMAN, *The Independent Regulatory Commissions*, New York, OUP, 1941; A.M. MORENO, *Presidential Coordination of the Independent Regulatory Process*, in *Administrative Law Journal of the American University*, 1994, 461; K. DATLA, R.L. REVESZ, *Deconstructing Independent Agencies (and Executive Agencies)*, in *Cornell Law Review*, 2013, 769.

⁽¹⁴⁴⁾ P.L. STRAUSS, *An Introduction to Administrative Justice in the United States*, Durham, Carolina Academic Press, 1989, 15.

⁽¹⁴⁵⁾ Sembra qui sufficiente richiamare il pensiero di chi, sintetizzando la problematica del *regulatory capture* nel contesto del diritto amministrativo statunitense, ha osservato come «the comparative overrepresentation of regulated or client interests in the process of agency decision results in a persistent policy bias in favor of these interests»; R.B. STEWART, *The Reformation*, cit., 1713. Sul tema, si rimanda, tra i molti, a L. SCHULTZ BRESSMAN, *Procedures as Politics in Administrative Law*, in *Columbia Law Review*, 2007, 1749; T. W. MERRILL, *Capture Theory and the Courts: 1967–1983*, in *Chicago-Kent Law Review*, 1997, 1039.

⁽¹⁴⁶⁾ Per una sintesi di tali argomenti, R.E. BARKOW, *Insulating Agencies: Avoiding Capture Through Institutional Design*, in *Texas Law Review*, 2010, 15, 22.

In tal senso, il FSOC è una delle più recenti e innovative espressioni di quell'*administrative state* venuto intensamente sviluppandosi nel sistema burocratico statunitense a partire dall'era del New Deal ⁽¹⁴⁷⁾ a fronte di un crescente e dominante bisogno di *expertise* tecnica ⁽¹⁴⁸⁾, la cui connotazione strutturale e funzionale ripropone l'inevitabile *trade-off* tra rispetto del principio di separazione tra i poteri e *democratic accountability*, da un lato, e discrezionalità e indipendenza da ingerenze pubbliche e private, dall'altro ⁽¹⁴⁹⁾.

La particolarità del FSOC risiede in ciò: che, in ragione della sua particolare composizione plurale ⁽¹⁵⁰⁾, esso beneficia tanto dell'*expertise* legittimante l'autonomia istituzionale e la fondatezza costituzionale delle autorità partecipanti ⁽¹⁵¹⁾, quanto, in via mediata, dell'isolamento dei vertici delle stesse derivante dalle rispettive disposizioni istitutive. Oltre all'ampia *delegation* congressuale, la cui rilevanza può assumere precipuo rilievo nell'interazione con le corti (v. *infra*, § 5), il FSOC gode invero di una notevole dose di autonomia e indipendenza discendente dall'estrazione della maggioranza dei suoi membri, e, in particolar modo, di quelli provvisti di diritto di voto, che assicurano una sostanziale preponderanza della natura tecnocratica dell'organo, un buon grado di isolamento rispetto ai soggetti regolati e una mitigazione del rischio di "tirannia" derivante dal possibile emergere di maggioranze di membri nominati dal medesimo Presidente che spesso affligge le tradizionali *agencies* ⁽¹⁵²⁾. A ciò si coniuga, peraltro, un meccanismo di

⁽¹⁴⁷⁾ Sullo sviluppo della burocrazia federale statunitense a partire dall'era rooseveltiana si vedano, tra i molti, A.M. SCHLESINGER, JR., *The Age of Roosevelt: The Coming of the New Deal*, Boston, Houghton Mifflin, 1959; M.E. PARRISH, *Securities Regulation and the New Deal*, New Haven, Yale University Press, 1970; J.L. GRISINGER, *The Unwieldy American State. Administrative Politics since the New Deal*, New York, Cambridge University Press, 2012.

⁽¹⁴⁸⁾ Richiamando la semplice e celebre formulazione di LANDIS, riferita all'espansione del ruolo delle *agencies* negli anni del New Deal, «(w)ith the rise of regulation, the need for expertness became dominant». J.M. LANDIS, *The Administrative Process*, New Haven, Yale University Press, 1938, 23. Come notato da BARKOW, «the New Dealers hoped to create apolitical agencies that would be guided by information and not politics»; R.E. BARKOW, *Insulating Agencies*, cit., 20.

⁽¹⁴⁹⁾ R.C. HOCKETT, *The Macropprudential Turn*, cit., 235.

⁽¹⁵⁰⁾ Come ricorda BARKOW, in linea generale il *multimember design* costituisce uno dei tre classici strumenti individuati dalla scienza giuridica statunitense per asserire l'indipendenza di una *agency*, unitamente ai limiti alla rimozione del vertice (*for cause*) e all'assenza di un controllo da parte del President's Office of Information and Regulatory Affairs (OIRA); si veda, R.E. BARKOW, *Insulating Agencies*, cit., 26 e 37 ss.

⁽¹⁵¹⁾ La scienza giuridica statunitense ha significativamente messo in luce come le *financial agencies* partecipanti al FSOC costituiscano l'esempio più rappresentativo e numeroso di *independent agencies*, presentando molte delle caratteristiche che connotano tale figura rispetto a quella delle *executive agencies*; si veda, su tutti, L. SCHULTZ BRESSMAN, R.B. THOMPSON, *The Future of Agency Independence*, in *Vanderbilt Law Review*, 2010, 599, spec. 607 ss.

⁽¹⁵²⁾ Segnalano questo aspetto, N. DEVINS, D.E. LEWIS, *Not-So Independent Agencies: Party Polarization and the Limits of Institutional Design*, in *Boston University Law Review*, 2008, 459, 470, i quali hanno empiricamente dimostrato come «Presidents were able to obtain majorities for their party after nine or ten months. They were also able to appoint an absolute majority of commissioners in most cases (ninety percent). Not surprisingly, most of the cases where Presidents

sostanziale auto-finanziamento, che contribuisce a sottrarre l'agenzia dalle dinamiche congressuali (e negoziate) dell'*appropriation* ⁽¹⁵³⁾.

Al contempo, preme sin d'ora mettere in luce come la scelta per la *multi-membership* favorisce una legittimazione *interna* di decisioni e indirizzi del regolatore macroprudenziale che, ancorché non vincolanti ma al limite soggetti a meccanismi di *comply or explain* (v. *infra*, § 4.1), sono destinati a esplicitare effetti nei confronti delle agenzie federali partecipanti. In altre parole, e anticipando alcuni degli elementi che si svilupperanno in maggior dettaglio in seguito, la partecipazione delle agenzie destinatarie ai processi di *nonbinding rulemaking*, facilitata dalla loro *membership*, sembrerebbe favorire, nell'ordine, la condivisione delle problematiche che possono sorgere dalla concreta attuazione delle raccomandazioni formulate, una più immediata adesione al contenuto finale di tali indicazioni, e una loro successiva implementazione, nel *framework* interno di ciascuna agenzia interessata, in linea con gli indirizzi del FSOC e tale da garantirne l'effettività.

Ma in che misura tale isolamento, apparentemente *forte* per le ragioni su enucleate, è ridotto o, comunque, controbilanciato? E in che modo ciò contribuisce a rendere *accountable* il FSOC e la rete regolatoria macroprudenziale in genere verso il circuito democratico-rappresentativo?

Coerentemente con le tendenze all'instaurazione di rapporti di *checks and balances* tipiche dell'ordinamento costituzionale e amministrativo statunitense ⁽¹⁵⁴⁾, la struttura del FSOC e, per l'effetto, della rete regolatoria in esame, non è esente dalla presenza di elementi istituzionali atti a controbilanciare il peso della componente tecnocratica che ne costituisce il "motore", e a ridurre, in conseguenza, il suo stato di isolamento. Paradossalmente, ciò avviene in misura maggiore di quanto non accada per le sue stesse singole componenti. Rilevano, a tal riguardo, due fattori: in misura largamente prevalente, il ruolo centrale del Segretario al Tesoro; in misura meno significativa, la presenza di un rappresentante di nomina presidenziale dotato di diritto di voto ed estraneo al circuito delle agenzie federali di regolazione finanziaria.

did not appoint absolute majorities involved presidencies that did not last a full term [...]. It took individual Presidents longer on average - twenty-six months - to appoint an absolute majority of the members».

⁽¹⁵³⁾ Non a caso, il c.d. Financial CHOICE Act of 2017 prevedrebbe - nel proprio intento chiaramente "punitivo" e avverso al regolatore macroprudenziale - il ritorno a un sistema di *appropriation* per il FSOC, con una dotazione patrimoniale di partenza dimezzata rispetto alle spese appostate negli ultimi anni di funzionamento.

⁽¹⁵⁴⁾ D.A. CANDEUB, *Tyranny and Administrative Law*, in *Arizona Law Review*, 2017, 49.

All'interno del FSOC, il Segretario al Tesoro occupa una posizione distinta rispetto a quella dei vertici delle altre organizzazioni rappresentate ⁽¹⁵⁵⁾, da taluno qualificata come una forma di *dominance* particolarmente pericolosa in periodi di espansione economica e buon andamento del sistema finanziario nei quali l'interesse verso la fragilità intrinseca di questo tendono ad affievolirsi nell'attenzione dell'opinione pubblica e dei *lawmakers* ⁽¹⁵⁶⁾.

In primo luogo, il Segretario è *chairperson* del Consiglio, posizione alla quale sono associati rilevanti compiti di rappresentanza esterna e di gestione interna dei lavori: tra i primi, spicca l'annuale audizione innanzi alla House Committee on Financial Services e alla Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs in occasione della pubblicazione del *report* del FSOC, con l'obbligo di riferire in merito a «*efforts, activities, objectives, and plans of the Council*» anche su sollecitazione dei rappresentanti del Congresso ⁽¹⁵⁷⁾; quanto alla gestione interna, il Segretario può convocare di propria iniziativa le riunioni, facoltà altrimenti spettante alla maggioranza dei membri nel rispetto del termine minimo di un incontro a trimestre, e definirne nei fatti l'agenda. A tale ruolo è anche associato il compito di elaborare analisi periodiche sull'impatto delle dimensioni e della complessità degli intermediari per lo sviluppo economico e l'efficienza complessiva del mercato ⁽¹⁵⁸⁾.

In secondo luogo, il Segretario esercita un ruolo dirimente per l'assunzione delle principali decisioni di competenza del FSOC. Nell'esercizio del potere di designazione e successiva revisione del carattere sistemico di una *nonbank financial company* e di una *financial market utility*, infatti, il suo voto è necessario per integrare la maggioranza qualificata di 2/3 dei *voting members* prevista dalla legge ⁽¹⁵⁹⁾; allo stesso modo, nei casi di emergenza, è richiesto un voto positivo del Segretario nella medesima maggioranza qualificata per poter procedere alla designazione stessa mediante procedura semplificata e *inaudita parte* ⁽¹⁶⁰⁾.

⁽¹⁵⁵⁾ Lo evidenziano E.V. MURPHY, M.B. BERNIER, *Financial Stability Oversight Council: A Framework to Mitigate Systemic Risk*, in B. ROBINSON, J.M. ADAMS (a cura di), *Financial Stability Oversight Council. Overview and Select Studies*, New York, Nova Science Publishers Inc., 2012.

⁽¹⁵⁶⁾ H.J. ALLEN, *Putting "Financial Stability"*, cit., 1126 ss.

⁽¹⁵⁷⁾ 12 U.S.C.A. § 5322(c) (West). Come notano MURPHY e BERNIER, op. ult. cit., 8, «(i) *if any member agencies have notified Congress of deficiencies in systemic risk efforts, the Secretary is to address those concerns at the hearing*».

⁽¹⁵⁸⁾ 12 U.S.C.A. § 5333 (West). Alla data sono stati pubblicati due studi in virtù di tale previsione, rispettivamente nel 2011 e nel 2016; gli studi sono consultabili all'indirizzo www.treasury.gov/initiatives/fsoc/studies-reports/Pages/default.aspx.

⁽¹⁵⁹⁾ Secondo quanto specificato al § 5323(a)(1) (West), il Consiglio decide «on a nondelegable basis and by a vote of not fewer than 2/3 of the voting members then serving, *including an affirmative vote by the Chairperson*» (enfasi aggiunta).

⁽¹⁶⁰⁾ Si veda § 5323(f)(1) (West), Emergency exception: «*The Council may waive or modify the requirements of [notice and opportunity for hearing] with respect to a nonbank financial company, if the Council determines, by a vote of not fewer than 2/3 of the voting members then serving, including an affirmative vote by the Chairperson, that such waiver or modification*

Il Dodd-Frank Act ha quindi conferito al *chair* un vero e proprio potere di veto per l'assunzione di tali decisioni, confermandone il carattere estremamente sensibile dal punto di vista politico, oltre che tecnico, già desumibile dalla più elevate maggioranze previste. Ciò evidenzia come l'ordine esecutivo presidenziale descritto in premessa (v. *supra*, § 1), impedendo per ragioni di tipo eminentemente politico l'esercizio dei diritti di voto, ha di fatto compromesso l'adozione di ogni possibile decisione in materia in attesa di un'eventuale revisione del *framework*, creando un *vulnus* nell'esercizio continuativo delle funzioni e dei poteri del FSOC, e *de facto* esautorando la rete di una delle sue funzioni principe. In tal modo, è sembrata concretizzarsi quella preoccupazione, espressa da parte della scienza giuridica statunitense, secondo la quale tale disegno istituzionale, più che realizzare una forma positiva di *accountability* del regolatore macroprudenziale, «*subjects U.S. macroprudential policymaking to significant political influence*»⁽¹⁶¹⁾, attribuendo al Presidente, in ultima analisi, «*an ongoing role in the formulation of market-stability policy*»⁽¹⁶²⁾.

Il secondo, ma meno significativo, contrappeso è dato dalla presenza di un esperto in materia assicurativa di nomina presidenziale tra i membri del Consiglio con diritto di voto, e, *a contrario*, dall'esclusione dal novero di questi ultimi del vertice del FIO.

Tale opzione appare rispondere alla necessità, evidentemente avvertita nel sistema finanziario statunitense per le ragioni storiche viste in precedenza, di ridurre i rischi di sottrazione delle prerogative regolatorie riconosciute in materia agli Stati federati, attribuendo quindi un ruolo preminente a un soggetto immediatamente estraneo al circuito delle agenzie federali. Si tratta, peraltro, di una figura che ha dimostrato la propria intenzione di voler svolgere, in concreto, una vera e propria funzione di “controcanto” rispetto alla composizione sostanzialmente omogenea del resto del Consiglio, come dimostrato dalla (appunto solitaria) opposizione alla controversa designazione dell'intermediario assicurativo MetLife (v. *infra*, § 5.2).

Nel complesso, gli elementi così ricostruiti definiscono i più salienti aspetti istituzionali della rete regolatoria macroprudenziale, ed evidenziano il modo in cui il disegno tracciato dal Dodd-Frank Act ha inteso concretamente “calare” gli indirizzi di *policy* sovranazionali nell'ordinamento statunitense. Tuttavia, anche per alcune delle

is necessary or appropriate to prevent or mitigate threats posed by the nonbank financial company to the financial stability of the United States».

⁽¹⁶¹⁾ A.W.S. DUFF, *Central Bank Independence*, cit., 213.

⁽¹⁶²⁾ Sebbene in termini non prettamente negativi, tale osservazione è sviluppata da L. SCHULTZ BRESSMAN, R.B. THOMPSON, *The Future*, 655, i quali notano che «*the President would be able to ensure that the agency takes actions consistent with the faithful execution of the laws through continuous monitoring rather than ex post oversight*».

ragioni sopra esposte, la completa disamina di tale equilibrio istituzionale richiede di procedere innanzi e rivolgere l'attenzione al modo in cui l'attività di regolazione macroprudenziale si estrinseca nelle forme del *rulemaking* e dell'*adjudication*, e ai criteri che presiedono al suo controllo da parte delle corti federali.

4. I procedimenti di regolazione macroprudenziale tra *rulemaking* e *adjudication*

L'attività di regolazione macroprudenziale che si svolge nell'ambito del quadro istituzionale sin qui esaminato si snoda attraverso l'adozione di atti che, pur con talune deviazioni, sostanziano le figure generali del *rulemaking* e dell'*adjudication* tipiche del diritto amministrativo statunitense ⁽¹⁶³⁾.

Il relativo regime risulta, tuttavia, particolarmente composito.

Atti regolatori in senso stretto, adottati dalle diverse autorità attraverso procedure di *informal rulemaking* e diretti ad attuare in via generalizzata requisiti prudenziali più stringenti in ottica di contenimento del rischio sistemico, specificare alcune previsioni della disciplina primaria o indicare il modo in cui le autorità intendono esercitare i poteri loro conferiti ⁽¹⁶⁴⁾, sono giustapposti a raccomandazioni prive di carattere vincolante ma soggette a procedure di *notice and comment*, che danno un luogo a un processo di *hardening* particolarmente pregnante per gli equilibri interni alla rete regolatoria.

Alle descritte *binding* e *nonbinding rules* si affiancano, ancora, decisioni derivanti da una vera e propria attività di *adjudication* ⁽¹⁶⁵⁾, adottate ora secondo procedure congiunte

⁽¹⁶³⁾ La distinzione generale tra *adjudication* e *rulemaking*, codificata con l'emanazione dell'Administrative Procedure Act (APA), nasce da alcuni casi giurisprudenziali decisi dalla Corte Suprema all'inizio del '900, e traccia una linea di demarcazione tra i diversi requisiti procedurali che devono accompagnare l'attività dell'amministrazione nell'esercizio delle funzioni a essa attribuite dalla legislazione, specie con riguardo alla necessità di prevedere un «*trial-type hearing*». I casi che hanno fondato la distinzione sono LONDONER v. DENVER, 210 U.S. 373 (1908); BI-METALLIC INVESTMENT CO. v. STATE BOARD OF EQUALIZATION, 239 U.S. 441 (1915). Per un'analisi approfondita in argomento si vedano, tra gli altri, S.G. BREYER, R.B. STEWART, C.R. SUNSTEIN, A. VERMEULE, M.E. HERZ, *Administrative Law and Regulatory Policy. Problems, Text, and Cases*, 7th edition, New York, Wolters Kluwer Law & Business, 2011, 501-509.

⁽¹⁶⁴⁾ Si tiene al riguardo presente la distinzione tra *rules* che presentino *the force and the effect of law* (c.d. *legislative* o *substantive rules*) e le *rules* di vario tipo che assumono carattere prevalentemente interpretativo o indicativo (*interpretative rules, policy statements*) e che non determinano *in via diretta* effetti nella sfera giuridica dei privati. In argomento, R.A. ANTHONY, *Interpretative Rules, Policy Statements, Guidances, Manuals and the Like - Should Federal Agencies Use Them to Bind the Public?*, in *Duke Law Journal*, 1992, 1311.

⁽¹⁶⁵⁾ Come noto, l'attività di *adjudication* consta nell'adozione di un *order* da parte di un'agenzia, ovvero «*the whole or part of a final disposition, whether affirmative, negative, injunctive, or declaratory in form, of an agency in a matter other than rule making but including licensing*» (5. U.S.C.A. § 551(7) (West)). A differenza delle *rules*, provviste di carattere generale e astratto, un *order* produce pertanto effetti vincolanti nella sfera giuridica di uno o più soggetti determinati dallo stesso individualmente e direttamente interessati, in quanto espressione generale «del provvedere specifico dell'amministrazione federale»; cfr. B. MARCHETTI, *Pubblica amministrazione e corti negli*

dalle autorità partecipanti alla rete, ora in autonomia da ciascuna di esse in esito a procedimenti in cui i diritti partecipativi sono formalizzati in maniera più o meno stringente.

Rivolgendo l'attenzione al FSOC, la disamina delle relative competenze evidenzia che i principali atti idonei a generare effetti diretti e vincolanti da un punto di vista individuale nella sfera giuridica di privati sono quelli di *designation* di intermediari non bancari e infrastrutture di mercato, riconducibili per l'appunto all'area dell'*adjudication*. Per contro, le raccomandazioni e decisioni che il Consiglio può emanare, talvolta unitamente all'OFR, nell'ambito delle rimanenti macro-aree di attività possono alternativamente (i) esaurire i propri effetti all'interno della rete delle agenzie determinando il sorgere di varie tipologie di obblighi reciproci e generando conseguenze solo indirette in una sfera più o meno ampia di soggetti sottoposti alla regolazione di settore, (ii) rivolgersi al Congresso, così contribuendo di fatto, su base tecnica, all'esplicita definizione di indirizzi di tipo politico su materie afferenti al governo e alla regolazione del sistema finanziario, ovvero (iii) assumere una valenza del tutto ancillare e strumentale all'esercizio di altri poteri, ancorché potendo determinare, in limitati casi, effetti diretti nei confronti delle imprese regolate⁽¹⁶⁶⁾.

A tale articolazione estrinseca è associata una caleidoscopica varietà di procedimenti, ciascuno con sfumature diverse in termini di grado di apertura pubblica e partecipazione dei privati interessati o delle stesse agenzie della rete. In tal modo, i processi decisionali rendono a sua volta composito il regime di *accountability* del FSOC e della rete di regolazione macroprudenziale in genere, mettendo in luce la molteplice tipologia di interessi coinvolti e il diverso bilanciamento che il legislatore ha inteso di volta in volta assicurare tra questi.

Nel tentativo di ricomporre tale regime frammentario dando contenuto a quanto qui riassunto, l'analisi che segue tratta separatamente l'attività di *rulemaking*, in senso lato, e l'attività di *adjudication*, ricostruendo alcuni tra i principali processi decisionali previsti dal

Stati Uniti, cit., 68. Tale aspetto ha posto il problema della compatibilità costituzionale dell'attribuzione a un soggetto altro da una corte di un potere di tipo *giustiziale*. Nella nota pronuncia CROWELL V. BENSON (285 U.S. 22 (1932)), la Corte Suprema ha riconosciuto la legittimità costituzionale di tali attribuzioni purché riconducibili a *public rights*, ovvero «*those which arise between the government and persons subject to its authority in connection with the performance of the constitutional functions of the executive or legislative departments*», e, come tali, contrapposti ai *private rights* di esclusiva pertinenza giudiziale. In argomento, P.L. STRAUSS, *Administrative Justice in the United States*, cit., 54-57.

⁽¹⁶⁶⁾ Si pensi, ad esempio, all'imposizione di obblighi di segnalazione aggiuntivi e al potere di *rulemaking* attribuito in materia all'OFR.

Dodd-Frank Act e aventi come proprio fulcro il FSOC. Al riguardo, interessa rispettivamente verificare, (i) quanto agli atti privi di diretta rilevanza esterna, il modo in cui le agenzie partecipano alla formulazione di raccomandazioni loro rivolte e le dinamiche che, su tale base, si instaurano all'interno della rete stessa; (ii) quanto, invece, agli atti capaci di incidere in maniera diretta sulla sfera giuridica di privati, in che misura e con quali modalità questi ultimi siano posti in condizione di rappresentare i propri interessi secondo i canoni del *due process of law*, e quali limiti sostanziali contribuiscano a circoscrivere i margini di discrezionalità del FSOC.

Si vedrà in seguito come, nel quadro del riesame giurisdizionale dell'operato del FSOC, ciascuno di tali elementi trovi spazio nelle riflessioni delle corti, e in che misura le valutazioni di queste ultime possono integrare o sostituire le determinazioni del regolatore macroprudenziale.

4.1 L'attività di *rulemaking*

Il Dodd-Frank Act conferisce al FSOC il potere di formulare diverse tipologie di raccomandazioni nei confronti delle agenzie federali rappresentate al suo interno. In primo luogo, il FSOC può rivolgere raccomandazioni al FRB aventi a oggetto l'introduzione o la modifica di *standard* prudenziali ovvero di obblighi di segnalazione e *disclosure* applicabili a *nonbank financial companies* e «*large, interconnected bank holding companies*». In secondo luogo, il Consiglio può adottare raccomandazioni nei confronti delle *primary financial regulatory agencies* per l'applicazione di *standard* prudenziali nuovi o rafforzati in relazione ad attività o pratiche di natura finanziaria poste in essere da *bank holding companies* o *nonbank financial companies* soggette alla loro competenza ⁽¹⁶⁷⁾. Ulteriori raccomandazioni riguardano, infine, specifici ambiti regolatori correlati alla protezione della stabilità finanziaria, quali gli indirizzi per l'implementazione della c.d. «Volcker Rule» ⁽¹⁶⁸⁾.

Le due principali categorie di raccomandazioni citate hanno caratteristiche diverse, e il Dodd-Frank Act ha previsto modi di partecipazione non uniformi per la loro adozione. Tale elemento, frammentando la tipologia di interazioni che si instaurano entro la rete macroprudenziale, costituisce un aspetto essenziale dei caratteri del regime di *accountability* cui è soggetta e del modo in cui la partecipazione viene declinandosi al suo

⁽¹⁶⁷⁾ 12 U.S.C.A. § 5301(12) (West).

⁽¹⁶⁸⁾ Si veda, FSOC, *Study & Recommendations on Prohibitions on Proprietary Trading & Certain Relationships with Hedge Funds & Private Equity Funds. Completed pursuant to section 619 of the Dodd-Frank Act*, gennaio 2011, in www.treasury.gov/initiatives/fsoc/studies-reports/Documents/Volcker%20sec%20%20619%20study%20final%201%2018%2011%20rg.pdf.

interno; mette in luce, ancora, una qualche debolezza del modello istituzionale realizzato, rilevandosi come il FSOC risulti privo di poteri di *enforcement* nei confronti delle altre agenzie della rete, sussistendo una forma di «*shared enforcement responsibility*»⁽¹⁶⁹⁾ potenzialmente detrimento per la sua indipendenza e per la sua capacità di raggiungere efficacemente gli obiettivi regolatori; evidenzia, infine, la «speciale interazione» tra FED e FSOC, e il carattere sostanzialmente preminente del *tandem* banca centrale-consiglio macroprudenziale all'interno della rete, elemento che in parte corregge l'aberrazione derivante dalla posizione centrale di una figura politica all'interno del Consiglio.

4.1.1 Le raccomandazioni al FRB

Le raccomandazioni che il FSOC può indirizzare al FRB presentano un ambito soggettivo di incidenza che coincide con il fenomeno del *too big to fail* e dello *shadow banking*, confermando la diretta correlazione tra potere di designazione, oggetto dell'attività di *adjudication*, e innalzamento degli *standard* prudenziali, oggetto dell'attività di *rulemaking* vincolante e no. Le raccomandazioni in esame possono infatti essere adottate esclusivamente in relazione alle attività di *financial companies* sottoposte alla vigilanza del FRB previa determinazione del Consiglio, e di *bank holding companies* di dimensioni elevate e altamente interconnesse.

Al di là di tali limiti soggettivi, appunto coerenti con i confini del potere di *designation*, la disciplina combina elementi altamente prescrittivi che imbrigliano la discrezionalità del FSOC, con criteri che, per contro, concedono significativi margini di discrezionalità nell'individuazione del contenuto degli indirizzi da rivolgere al *Board*; questi ultimi, tuttavia, sono a loro volta controbilanciati dall'ampia discrezionalità di cui quest'ultimo gode circa il se o meno dar corso agli inviti dell'autorità macroprudenziale.

Sotto il profilo delle limitazioni statutarie, vengono in rilievo sia fattori afferenti alle finalità della misura regolatoria che elementi di tipo oggettivo.

Dal punto di vista delle finalità, le raccomandazioni per l'innalzamento degli *standard* prudenziali possono avere come esclusivo presupposto quello di prevenire o mitigare rischi per la stabilità finanziaria degli Stati Uniti che possano emergere da difficoltà finanziarie, dalla crisi o finanche dalle attività ordinarie degli intermediari

⁽¹⁶⁹⁾ L'espressione nel testo è utilizzata da BARKOW per evidenziare come questa forma di condivisione «*can help achieve some of the goals of agency independence and binder others, and again it depends critically on which agencies are sharing authority and the nature of that relationship*». R.E. BARKOW, *Insulating Agencies*, cit., 55.

destinatari ⁽¹⁷⁰⁾. Si tratta di un riferimento normativo che ribadisce il limite funzionale del FSOC e della rete macroprudenziale, sottolineando che anche l'attività di *rulemaking* e indirizzo dell'azione di altra agenzia federale deve risultare coerente con gli obiettivi generali dell'approccio macroprudenziale.

Dal punto di vista oggettivo, la potestà di intervento del FSOC è limitata dalla puntuale indicazione, all'interno della normativa, degli ambiti che possono costituire elemento della raccomandazione. Tuttavia, non è irrilevante l'ampiezza delle categorie oggettive elencate dal legislatore, che vengono nei fatti a ricomprendere la quasi totalità degli elementi tipici della regolazione *micro*-prudenziale, segnalandone il tendenziale ri-orientamento a fini sistemici. Tra gli elementi oggetto di possibile raccomandazione per un rispettivo rafforzamento rientrano, infatti, (i) requisiti di capitale ponderati per il rischio, (ii) limiti alla leva finanziaria, (iii) requisiti di liquidità, (iv) piani di risoluzione e obblighi di *reporting* in materia di esposizioni creditizie, (v) limiti al rischio di concentrazione, (vi) strumenti di *contingent capital*, (vii) rafforzamento della *public disclosure*, (viii) limiti al *funding* di breve termine, e (v) requisiti generali di *risk management* ⁽¹⁷¹⁾.

Ulteriori elementi del dettato normativo circoscrivono in concreto la discrezionalità del FSOC in relazione a specifiche tipologie di intermediari e ad alcuni degli ambiti oggettivi appena citati.

Per un verso, ad esempio, nella formulazione di raccomandazioni applicabili a *nonbank financial companies* con sede al di fuori degli Stati Uniti, il Consiglio dovrà tener conto di aspetti afferenti alla parità di opportunità competitive e alla misura in cui l'intermediario è soggetto a requisiti prudenziali imposti dall'autorità del paese *home* nell'ambito del perimetro consolidato di vigilanza ⁽¹⁷²⁾.

Per altro verso, alcune misure potranno essere raccomandate solo ove ricorrano specifiche condizioni, ulteriori rispetto alle finalità generali indicate, di cui il Consiglio deve tener conto, e che segnalano la particolare pregnanza di certi temi regolatori dal punto di vista non esclusivamente tecnico. Un esempio particolarmente significativo è rappresentato dall'adozione di raccomandazioni aventi a oggetto strumenti di *contingent capital*, ovvero risorse utilizzabili da un ente in caso di difficoltà finanziaria ed

⁽¹⁷⁰⁾ Per tale ragione, inoltre, tali *standard* rafforzati potranno essere più elevati di quelli previsti per altre *nonbank financial companies* e *bank holding companies* che non costituiscano una fonte di eguale rischio per la stabilità finanziaria degli Stati Uniti, e applicabili in maniera crescente, alla luce di una serie di fattori indicati dalla stessa disciplina (combinato disposto § 5325(a)(1)(B) e § 5325(b)(3)).

⁽¹⁷¹⁾ 12 U.S.C.A. §5325(b)(1) (A-I) (West).

⁽¹⁷²⁾ 12 U.S.C.A. §5325(b)(2) (West).

essenzialmente rappresentate da titoli di debito convertibili in *equity*: la possibilità di rivolgere una raccomandazione in materia è stata infatti subordinata (i) all'elaborazione di studi da sottoporre al Congresso corredati da valutazioni in termini di costo-opportunità, competitività rispetto a concorrenti internazionali e caratteristiche degli strumenti da utilizzare, e (ii) alla considerazione di ulteriori fattori, tra cui l'opportunità di prevedere un periodo di *phase-in* e i requisiti di capitale già applicabili ⁽¹⁷³⁾.

Dal punto di vista procedurale, l'adozione delle raccomandazioni in esame non è soggetta a obblighi formali specifici, differentemente da quanto accade per le raccomandazioni rivolte ad autorità diverse dalla FED (v. *infra*, § 4.1.2), né, tanto meno, a una preliminare fase di consultazione con il mercato e il pubblico in genere.

L'assenza di una procedura di *notice and comment* e il conseguente carattere "segreto" ed esclusivamente interno alla struttura tecnocratica sposta di fatto il momento dell'interazione tra regolatori e regolati a una fase meramente eventuale e successiva. Le attività di indirizzo descritte, infatti, si ricollegano in maniera diretta alle previsioni che attribuiscono al FRB, e precisamente «*on its own or pursuant to recommendations by the Councils*», il potere di adottare proprio tali *standard* prudenziali rafforzati ⁽¹⁷⁴⁾, così relegando l'attività di raccomandazione del FSOC a mero ruolo consulenziale. In conclusione, l'attivazione di interessi privati e la loro rappresentazione attraverso una procedura di *rulemaking* secondo gli strumenti previsti dall'APA ⁽¹⁷⁵⁾ potranno nei fatti verificarsi solo laddove il FRB intenda agire in coerenza con gli indirizzi espressi dal FSOC ⁽¹⁷⁶⁾.

⁽¹⁷³⁾ Si veda, FSOC, *Report to Congress on Study of a Contingent Capital Requirement for Certain Nonbank Financial Companies and Bank Holding Companies*, luglio 2012, nel quale si conclude per un sostanziale accantonamento dell'idea: «*[t]he issuance of contingent capital instruments could provide a useful tool for strengthening financial institutions' capital positions and ability to withstand losses during times of financial stress. Contingent capital issuances have the potential to provide these benefits at a lower cost of capital than additional common equity issuances, although contingent capital instruments are generally not as loss absorbing as common equity. The United States experience with instruments similar to contingent capital is quite limited and [...] there are a range of potential issues that could be associated with contingent capital instruments, depending on their structure and, in particular, the structure and timing of conversion triggers. Therefore, at this time, the Council recommends that contingent capital instruments remain an area for continued private sector innovation. The Council encourages the Federal Reserve and other financial regulators to continue to study the advantages and disadvantages of including contingent capital and bail-in instruments in their regulatory capital frameworks.*».

⁽¹⁷⁴⁾ §5365(a)(1). Si evidenzia nondimeno che l'intervento di cui a tale sezione riguarda, oltre alle *nonbank* designate come sistemiche, non già le *large, interconnected bank holding companies*, ma le *bank holding companies* con *asset* superiori a 50 miliardi di dollari.

⁽¹⁷⁵⁾ Con riferimento all'attività di *rulemaking* in implementazione del Dodd-Frank Act, si veda la pagina www.federalreserve.gov/apps/foia/dfproposals.aspx.

⁽¹⁷⁶⁾ Peraltro, tale fase sarà preceduta da un'ulteriore scansione di tipo meramente eventuale, data da un periodo di consultazione tra il FRB e la *primary regulatory agency* per la valutazione degli effetti che l'applicazione di tali *standard* potrà determinare «*on a functionally regulated subsidiary or depository institution subsidiary of a nonbank financial company supervised by the Board of Governors or a bank holding company [with total consolidated assets equal to or greater than \$50,000,000,000]*»; § 5365(b)(4) (West).

4.1.2 Le raccomandazioni alle *primary regulatory agencies*

La seconda categoria di raccomandazioni si discosta dal modello di *rulemaking* sin qui descritto, segnalando l'esistenza di un doppio equilibrio all'interno della rete.

Le direttive non vincolanti in esame possono riguardare l'applicazione di *standard* prudenziali rafforzati e di specifiche cautele in relazione ad attività di natura finanziaria poste in essere da *bank holding companies* o *nonbank financial companies*. Come anticipato, queste possono essere rivolte alle *primary regulatory agencies*: il Dodd-Frank ha previsto - non diversamente da quanto osservato con riguardo agli *standard* del FRB - una serie di limiti oggettivi e finalistici al libero esercizio di tale potere da parte del Consiglio; inoltre, sebbene le norme sembrino generare una «*strong presumption that prudential regulators "shall" follow any recommendations made by the Councils*», il carattere *nonbinding* di tali indirizzi si correla alla circostanza che il FSOC «*has no formal statutory authority to override the decision of an individual Council member*»⁽¹⁷⁷⁾.

In primo luogo, una raccomandazione può essere formulata solo laddove il FSOC ritenga che «*the conduct, scope, nature, size, scale, concentration, or interconnectedness of such activity or practice could create or increase the risk of significant liquidity, credit, or other problems spreading among bank holding companies and nonbank financial companies, financial markets of the United States, or low-income, minority, or underserved communities*»⁽¹⁷⁸⁾. In secondo luogo, il Dodd-Frank ha stabilito che tali *standard* prudenziali o cautele (i) debbono tener conto delle ripercussioni di lungo periodo sulla crescita economica, e (ii) possono spingersi a prescrivere che le attività o pratiche interessate siano svolte secondo modalità idonee a limitarne i rischi⁽¹⁷⁹⁾, o, piuttosto, siano del tutto proibite. Con particolare riguardo a quest'ultima condizione, le raccomandazioni in esame risultano quindi perfettamente complementari all'esercizio di quel particolare potere di *adjudication* esercitabile attraverso un procedimento congiunto FRB-FSOC volto a impedire a *nonbank holding companies* designate come sistemiche e *bank holding companies* vigilate dal FRB lo svolgimento di determinate attività, la prosecuzione di prassi o il collocamento di determinati prodotti e servizi al ricorrere di una grave minaccia per la stabilità finanziaria degli Stati Uniti⁽¹⁸⁰⁾.

⁽¹⁷⁷⁾ A.W.S. DUFF, *Central Bank Independence*, cit., 210, il quale più innanzi evidenzia come il Dodd-Frank Act «*offers no road map for resolving potential conflicts between the organic authorizing statute or mandate given to a prudential regulator and the goal of financial stability given to FSOC*» (214).

⁽¹⁷⁸⁾ 12 U.S.C.A. § 5330(a) (West).

⁽¹⁷⁹⁾ La disposizione, ad esempio, fa riferimento alla possibilità di «*limiting its scope, or applying particular capital or risk management requirements to the conduct of the activity*»; 12 U.S.C.A. § 5330(2)(B).

⁽¹⁸⁰⁾ 12 U.S.C.A. § 5331 (West), su cui v. *infra*, nel testo, § 4.2.2.

L'aspetto più interessante di tali raccomandazioni è certamente costituito dai meccanismi procedurali che ne governano l'adozione, l'implementazione e la successiva revisione, la cui complessità evidenzia la differente posizione del FSOC nei confronti delle agenzie partecipanti diverse dal FRB.

In primo luogo, prima di adottare una raccomandazione, il Consiglio è chiamato a consultare le agenzie federali interessate e ad avviare una procedura di *notice and comment* aperta al pubblico ⁽¹⁸¹⁾. Esaurita tale fase e raccolti i commenti dai partecipanti, il FSOC può procedere all'adozione di una raccomandazione definitiva nei confronti dell'agenzia rilevante, evidentemente laddove questa non abbia preso specifiche iniziative nell'area interessata. L'agenzia in questione diviene quindi soggetta a un tipico meccanismo di *comply or explain*, in base al quale può alternativamente adottare gli *standard* suggeriti dal FSOC o cautele simili «*that the Council deems acceptable*», ovvero fornire una spiegazione scritta in merito alla decisione di non adeguarsi nel termine di 90 giorni dall'adozione della raccomandazione ⁽¹⁸²⁾.

Il meccanismo descritto è corredato dall'obbligo, per il FSOC, di indirizzare un *report* al Congresso in merito alle raccomandazioni formulate, all'eventuale mancata adesione alle stesse da parte delle agenzie destinatarie, nonché - nel caso remoto in cui l'attività sia svolta da una *nonbank financial company* non soggetta al controllo di alcuna agenzia - caldeggiare l'adozione di norme che consentano di prevenire le minacce alla stabilità finanziaria poste da tali pratiche o attività, poiché non soggette ad alcuna forma di regolazione ⁽¹⁸³⁾. Come notato dalla scienza giuridica, se questo meccanismo di “deferimento” al Congresso di un'agenzia riottosa a conformarsi alle raccomandazioni formulate dal FSOC potrebbe rivelarsi in sé insufficiente, nel caso di raccomandazioni afferenti ad attività di intermediari non bancari il FSOC potrebbe reagire ricorrendo al ben più invasivo potere di designazione, così da circonvenire «*the authority of the primary regulatory agency*» ⁽¹⁸⁴⁾.

Le raccomandazioni descritte possono inoltre essere oggetto di revisione da parte del FSOC, che potrà quindi rimuovere gli *standard* o divieti suggeriti. In tal caso, l'agenzia destinataria potrà decidere di adeguarsi alla nuova raccomandazione o di mantenere le

⁽¹⁸¹⁾ 12 U.S.C.A. § 5330(b)(1) (West).

⁽¹⁸²⁾ 12 U.S.C.A. § 5330(c)(2) (West).

⁽¹⁸³⁾ 12 U.S.C.A. § 5330(d) (West).

⁽¹⁸⁴⁾ H.J. ALLEN, *Putting the “Financial Stability”*, cit., 1117, che a sua volta riferisce il pensiero di D. ZARING, *Money Market Fund Overhaul is Early Test for Dodd-Frank*, in dealbook.nytimes.com/2013/05/31/money-market-fund-overhaul-is-early-test-for-dodd-frank/, 31 maggio 2013.

regole imposte sulla base degli indirizzi iniziali. In quest'ultima ipotesi, però, i soggetti impattati dall'applicazione di tali *standard* potranno ricorrere a un'apposita procedura di *appeal* di cui ogni agenzia deve dotarsi con apposito regolamento, nel tentativo di avvantaggiarsi del nuovo indirizzo di *policy* indicato dal FSOC e ottenere l'annullamento della misura loro applicabile ⁽¹⁸⁵⁾.

L'unica occasione nella quale il FSOC ha fatto ricorso all'esercizio di tale potere evidenzia aspetti cruciali dell'interazione tra le agenzie all'interno della rete regolatoria macroprudenziale, e del ruolo che il Consiglio può essere chiamato a svolgere nell'architettura istituzionale statunitense. Mette in luce, inoltre, l'estrema delicatezza dell'esercizio di tale potere di raccomandazione nella relazione trilaterale tra autorità macroprudenziale, agenzie federali e mercato. Si tratta, a ben vedere, di una naturale conseguenza del disegno legislativo finale che ha messo di canto l'iniziale progetto di *vincolatività* delle stesse raccomandazioni, da cui sarebbe invece emersa una sostanziale predominanza del FSOC verso gli altri regolatori micro- ⁽¹⁸⁶⁾.

La vicenda ha riguardato, in particolare, una proposta di raccomandazione indirizzata alla SEC avente a oggetto la disciplina dei MMMFs. Come si legge nel verbale della seduta del Consiglio durante la quale la questione è stata trattata, il *chair* e lo staff della SEC avevano riconosciuto l'opportunità di una riforma di tale comparto in quanto essenziale per la stabilità finanziaria, evidenziando tuttavia l'esistenza di uno stallo all'interno della SEC data la contrarietà di alcuni commissari; a fronte di tale difficoltà, il Segretario al Tesoro esprimeva l'auspicio che *«a public debate on a series of concrete options for reform would provide a basis for the SEC to move forward»*, e sottolineava quindi che *«if, at any point, the SEC finds a majority to support a set of recommendations for MMF reform, the Council would suspend its work, to allow the SEC process to play out»* ⁽¹⁸⁷⁾. La raccomandazione era quindi approvata all'unanimità ⁽¹⁸⁸⁾, pubblicata nel Registro Federale e oggetto dell'ordinaria

⁽¹⁸⁵⁾ 12 U.S.C.A. § 5330(3)(2)(b) (West): *«Each primary financial regulatory agency that has imposed standards under this section shall promulgate regulations to establish a procedure under which entities under its jurisdiction may appeal a determination by such agency under this paragraph that standards imposed under this section should remain in effect»*.

⁽¹⁸⁶⁾ Come ricordato da TARULLO, *«during the debates preceding Dodd-Frank, some versions of proposals for what eventually became the FSOC would have empowered the FSOC to override agency action or inaction within its sphere of authority. Others, including many who favored strong reforms, opposed this power, which would have created a kind of super-agency with veto authority over all the regulators»*. D.K. TARULLO, *Financial Stability Regulation*, remarks at the University of Pennsylvania Law School, 2012, in www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20121010a.htm.

⁽¹⁸⁷⁾ *«[A] majority of SEC Commissioners did not support soliciting public comments on staff proposals for reforms to MMFs. [...] in response, the Council had been considering a set of recommendations about which to obtain comments from the public»*; si veda www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Documents/November%2013,%202012.pdf.

⁽¹⁸⁸⁾ Vedi anche il *press release* dove si sottolinea il voto unanime sull'approvazione della raccomandazione: www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg1764.aspx.

procedura di *notice and comment* ⁽¹⁸⁹⁾. L'invito esplicito formulato con la raccomandazione era raccolto dalla SEC che provvedeva alla pubblicazione di un *report* sul tema nel novembre 2012, cui faceva seguito un'estensione del termine della consultazione pubblica da parte del FSOC ⁽¹⁹⁰⁾; in assenza di una formale raccomandazione, la SEC adottava quindi una sua disciplina nel giugno 2013.

Letto congiuntamente all'analisi generale svolta in precedenza, tale caso concreto dimostra come il potere di raccomandazione conferito al FSOC si presti a svolgere una funzione peculiare.

La *superagency*, infatti, sfruttando la posizione di supremazia nell'architettura istituzionale in ragione del mandato conferito diviene strumento per il possibile raggiungimento di obiettivi regolatori che le agenzie in essa rappresentate non necessariamente sono in grado di conseguire in autonomia anche per ragioni di opposizione interna. L'effetto di *moral suasion* associato all'assoggettamento a *notice and comment* pubblico di una *proposta* di raccomandazione, attivando l'interazione con il mercato, consente al contempo all'autorità designata come futura destinataria di conoscere in anticipo gli indirizzi del FSOC e le reazioni dei regolati, e di attivarsi per prevenire l'adozione di una raccomandazione formale che a sua volta determinerebbe, a catena, l'innescarsi di meccanismi atti da un lato a rafforzare gli indirizzi del FSOC tramite la dinamica del *comply or explain* e, dall'altro, a sollecitare un interessamento del Congresso rispetto all'operato dell'intera rete macroprudenziale.

4.2. L'attività di *adjudication*

L'attività di *adjudication* della rete regolatoria macroprudenziale presenta confini meno estesi rispetto al potere di *rulemaking*, formale e informale, oltre che vincolante e non vincolante, sin qui trattato. Da un punto di vista del perimetro dei soggetti interessati, infatti, il Dodd-Frank Act circoscrive a determinate categorie di operatori e in relazione a specifiche caratteristiche degli stessi la possibilità per le agenzie, e in specie per il FSOC, di

⁽¹⁸⁹⁾ Proposed Recommendations Regarding Money Market Mutual Fund Reform, Financial Stability Oversight Council [77 FR 69455 (Nov. 19, 2012)]. In www.treasury.gov/initiatives/fsoc/rulemaking/Documents/Proposed%20Recommendations%20Regarding%20Money%20Market%20Mutual%20Fund%20Reform.pdf. Coerentemente con la volontà espressa dal *chair* del FSOC, nella proposta era riportato questo esplicito passaggio: «*The SEC, by virtue of its institutional expertise and statutory authority, is best positioned to implement reforms to address the risk that MMFs present to the economy. If the SEC moves forward with meaningful structural reforms [...] before the Council completes its Section 120 process, the Council expects that it would not issue a final Section 120 recommendation.*».

⁽¹⁹⁰⁾ 78 FR 4145-04, 2013 WL 179574 (F.R.) Notices, Fsoc, Proposed Recommendations Regarding Money Market Mutual Fund Reform, Extension of Comment Period, Friday, January 18, 2013.

adottare decisioni vincolanti nei loro confronti. Nondimeno, richiamando anche quanto rilevato nella premessa al presente capitolo, appare evidente come si tratti di un'attività-chiave dal punto di vista degli effetti per le imprese private e l'industria finanziaria nel suo complesso, in quanto idonea a *trasformare* lo statuto giuridico delle prime e a modificare gli equilibri concorrenziali all'interno della seconda.

Anche per tali ragioni, si tratta di un'attività fortemente soggetta a vincoli normativi e procedurali, e, come si vedrà in seguito, non a caso recentemente interessata da una prima controversia giudiziaria che contribuirà a ridefinirne limiti e contenuti.

Nel presente paragrafo si analizzano pertanto partitamente le due principali attività di *adjudication* individuabili nell'ambito in esame: la *designation* di intermediari e infrastrutture sistemici da parte del FSOC; l'adozione di provvedimenti restrittivi di vario genere nei confronti di intermediari finanziari da parte del FSOC e del FRB.

4.2.1 La designazione di intermediari e infrastrutture sistemici

4.2.1.1 Oggetto, criteri ed effetti

La principale attribuzione del FSOC nell'ambito della riforma del Dodd-Frank Act è indubbiamente rappresentata da quella che l'attuale paragrafo §5323 del Titolo 12 dello U.S.C.A. definisce come «*authority to require supervision and regulation of certain nonbank financial companies*», e che più sinteticamente viene indicata con l'espressione *designation power*. Come già osservato, tale potere può essere validamente esercitato solo con il voto favorevole di 2/3 dei membri del Consiglio incluso quello del Segretario al Tesoro e nei confronti di tre categorie di intermediari: le *nonbank financial companies* in genere; le *nonbank financial companies* non stabilite negli Stati Uniti; qualsiasi altra impresa, per finalità antielusive.

I primi due casi sono sostanzialmente coincidenti dal punto di vista dei presupposti, dei criteri e degli effetti. In queste ipotesi, il Consiglio deve determinare alternativamente se *i*) una situazione di difficoltà finanziaria, ovvero *ii*) la natura, l'ampiezza, le dimensioni, la concentrazione, l'interconnessione, ovvero la combinazione di tali elementi, delle attività di una *nonbank financial institution* possono porre una minaccia alla stabilità finanziaria degli Stati Uniti. La normativa individua in maniera dettagliata i criteri di valutazione, che ricomprendono elementi di tipo strettamente quantitativo ⁽¹⁹¹⁾

⁽¹⁹¹⁾ In particolare, indici oggettivi quali la leva finanziaria, le esposizioni fuori bilancio, gli *asset* finanziari totali, la tipologia di *liabilities* e la loro scadenza.

e qualitativo, apparentemente conferenti più ampi margini discrezionali⁽¹⁹²⁾, cui concorre una clausola di salvaguardia che ampia in via residuale il potere di selezione del Consiglio⁽¹⁹³⁾. Alcune sfumature diverse sono previste, con riferimento alle *nonbank* stabilite in paesi terzi, per quanto concerne la relazione con clientela e il sistema finanziario statunitense, e l'esistenza di un'autorità di vigilanza per il perimetro consolidato nello Stato di incorporazione⁽¹⁹⁴⁾, rispetto alla quale sussiste inoltre un obbligo di consultazione *ex ante* attraverso il Segretario al Tesoro⁽¹⁹⁵⁾.

Il terzo caso è invece riservato a quelle ipotesi in cui imprese diverse dalle precedenti svolgano attività di fatto assimilabili a queste ultime e presentino i medesimi rischi per la stabilità finanziaria domestica, risultando tuttavia organizzate o operando in maniera tale da aggirare l'esercizio del potere di *designation* da parte del FSOC (c.d. *antievation clause*). In questa particolare fattispecie, che consta quindi di un accertamento duplice in cui sovviene anche una verifica preliminare circa l'esistenza di uno schermo elusivo posto in essere dall'impresa interessata, il FSOC deve indirizzare un *report* aggiuntivo al Congresso, fornendo dettagli in merito alle ragioni fondanti tale decisione.

⁽¹⁹²⁾ Sembrano rientrare in questa categoria le valutazioni afferenti a «(D) *the importance of the company as a source of credit for households, businesses, and State and local governments and as a source of liquidity for the United States financial system*; (E) *the importance of the company as a source of credit for low-income, minority, or underserved communities, and the impact that the failure of such company would have on the availability of credit in such communities*; (F) *the extent to which assets are managed rather than owned by the company, and the extent to which ownership of assets under management is diffuse*; (G) *the nature, scope, size, scale, concentration, interconnectedness, and mix of the activities of the company*; (H) *the degree to which the company is already regulated by 1 or more primary financial regulatory agencies*»; 12 U.S.C.A. § 5323(a)(2) (West).

⁽¹⁹³⁾ In questo come in altri casi, la limitazione della discrezionalità del FSOC, con conseguente indicazione di criteri puntuali per l'esercizio dei poteri conferiti, è espressione dei limiti alla *delegation* imposta al Congresso in sede di istituzione di agenzie e definizione del relativo mandato. Si veda, *Whitman v. American Trucking Associations, Inc.*, 531 U.S. 457 (2001). Si v., tuttavia, *infra* nel testo (§ 5), la diversa interpretazione data dalla corte distrettuale di Washington nel caso *METLIFE, INC. v. FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL*, cit.

⁽¹⁹⁴⁾ Si specifica infatti che occorre avere riguardo a «(D) *the importance of the company as a source of credit for United States households, businesses, and State and local governments and as a source of liquidity for the United States financial system*; (E) *the importance of the company as a source of credit for low-income, minority, or underserved communities in the United States, and the impact that the failure of such company would have on the availability of credit in such communities*; [...] (H) *the extent to which the company is subject to prudential standards on a consolidated basis in its home country that are administered and enforced by a comparable foreign supervisory authority*; (I) *the amount and nature of the United States financial assets of the company*; (J) *the amount and nature of the liabilities of the company used to fund activities and operations in the United States, including the degree of reliance on short-term funding*»; 12 U.S.C.A. § 5323(b)(2) (West).

⁽¹⁹⁵⁾ 12 U.S.C.A. § 5323(i) (West): «[i]n exercising its duties under this subchapter with respect to foreign nonbank financial companies, foreign-based bank holding companies, and cross-border activities and markets, the Council shall consult with appropriate foreign regulatory authorities, to the extent appropriate». Anche tale elemento conferma il ruolo centrale del Segretario al Tesoro, che svolge una funzione di rappresentanza internazionale del regolatore macroprudenziale.

La *designation* ha una serie di importanti conseguenze per l'impresa interessata, che possono avere rispettivamente carattere automatico, in quanto effetti diretti della decisione del FSOC, ovvero eventuale, derivando dal verificarsi di eventi ulteriori o all'adozione di specifiche raccomandazioni, generali o particolari, da parte del FSOC al FRB.

Costituiscono effetto diretto della designazione (i) l'assoggettamento alla vigilanza del FRB, successivo a un'apposita registrazione e supplementare rispetto alla vigilanza della *primary regulatory agency* ⁽¹⁹⁶⁾, e (ii) l'obbligo di conformarsi a un insieme di *standard* regolatori prudenziali di carattere aggiuntivo ⁽¹⁹⁷⁾, normalmente applicabili anche alle *bank holding companies*, oggetto della vigilanza del FRB ed eventualmente derivanti dalle raccomandazioni formulate dallo stesso FSOC trattate in precedenza (v. *supra*, § 4.1).

Quanto alle conseguenze di tipo eventuale, la designazione comporta, per il caso di dissesto o rischio di dissesto, la possibile sottoposizione alla procedura di risoluzione (*orderly liquidation*) in esito a una determinazione del Segretario al Tesoro preceduta da una raccomandazione congiunta del FRB e della FDIC ⁽¹⁹⁸⁾, nonché la sottoposizione periodica, sulla base di una raccomandazione del Consiglio al FRB, di piani di risoluzione volti a identificare *ex ante* misure e interventi necessari a prevenire il dissesto (c.d. *living wills*) ⁽¹⁹⁹⁾.

⁽¹⁹⁶⁾ 12 U.S.C.A. § 5324 (West), «*Registration of nonbank financial companies supervised by the Board of Governors*».

⁽¹⁹⁷⁾ 12 U.S.C.A. § 5361-5374 (West). Le regole riguardano aspetti quali le acquisizioni, il *management interlocking*, la previsione di piani di risanamento (*early remediation requirements*), gli strumenti di *contingent capital*. Alcuni di questi requisiti di *enhanced supervision* sono applicabili soltanto alle *bank holding companies* che abbiano un portafoglio di *asset* uguale o superiore a 50 miliardi di dollari (v. 12 U.S.C.A. § 5365(a)(1)).

⁽¹⁹⁸⁾ 12 U.S.C.A. § 5381-5394. In particolare, la disciplina attribuisce al Segretario al Tesoro il potere di richiedere alla FDIC e al FRB di raccomandare l'avvio di una procedura di *receivership* per un intermediario sistemico; sulla base di tale raccomandazione, assunta congiuntamente dalle due autorità con un voto a maggioranza qualificata di 2/3 dei membri, il Segretario dà quindi inizio alla risoluzione mediante nomina come *receiver* della FDIC, e previa verifica dei criteri di impatto sulla stabilità finanziaria che il dissesto o una procedura ordinaria di insolvenza potrebbero determinare: cfr., 12 U.S.C.A. § 5383(1)(a) e (2)(b) (West); in base a quest'ultima previsione, che individua i criteri per l'avvio della procedura di risoluzione in maniera non difforme da quanto previsto dalla disciplina europea, «*the Secretary shall take action in accordance with section 5382(a)(1)(A) of this title, if [...] determines that (1) the financial company is in default or in danger of default; (2) the failure of the financial company and its resolution under otherwise applicable Federal or State law would have serious adverse effects on financial stability in the United States; (3) no viable private sector alternative is available to prevent the default of the financial company; (4) any effect on the claims or interests of creditors, counterparties, and shareholders of the financial company and other market participants as a result of actions to be taken under this subchapter is appropriate, given the impact that any action taken under this subchapter would have on financial stability in the United States; (5) any action under section 5384 of this title would avoid or mitigate such adverse effects, taking into consideration the effectiveness of the action in mitigating potential adverse effects on the financial system, the cost to the general fund of the Treasury, and the potential to increase excessive risk taking on the part of creditors, counterparties, and shareholders in the financial company; (6) a Federal regulatory agency has ordered the financial company to convert all of its convertible debt instruments that are subject to the regulatory order; and (7) the company satisfies the definition of a financial company under section 5381 of this title*».

⁽¹⁹⁹⁾ 12 U.S.C.A. § 5325(d)(1) (West).

La designazione del carattere sistemico di un intermediario sin qui trattata non ha, peraltro, carattere definitivo. Il Dodd-Frank Act ha previsto, infatti, un obbligo di riesame annuale circa la continuativa sussistenza delle circostanze determinanti l'iniziale designazione, e la revoca di questa può essere assunta con l'identica maggioranza qualificata di 2/3 dei membri compreso il voto affermativo del Segretario al Tesoro ⁽²⁰⁰⁾.

In aggiunta alla designazione di imprese non bancarie come sistemiche, il Dodd-Frank Act attribuisce al FSOC uno speculare potere di determinazione del carattere sistemico o potenzialmente sistemico di infrastrutture di mercato e di sistemi o attività di pagamento, *clearing* e *settlement* (*financial market utility* - FMU) ⁽²⁰¹⁾.

La decisione in esame, soggetta alle identiche maggioranze qualitativamente e quantitativamente rafforzate e al medesimo processo di revisione ed eventuale rescissione ⁽²⁰²⁾, può essere adottata in applicazione di criteri che, non diversamente da quanto accade per le *nonbank*, valorizzano elementi di tipo oggettivo e qualitativo ⁽²⁰³⁾. Dal punto di vista oggettivo, la designazione può derivare dal valore monetario aggregato delle transazioni che siano processate o transitino attraverso la piattaforma considerata, e dalle esposizioni totali che si generino tra la piattaforma e i suoi partecipanti ovvero tra questi ultimi nell'ambito di negoziazioni gestite al suo interno. Le valutazioni di tipo qualitativo afferiscono invece al carattere interconnesso del sistema, alle relazioni e interdipendenze con altre infrastrutture di mercato, e agli effetti che un malfunzionamento dell'infrastruttura può avere su mercati, intermediari e sistema finanziario in genere ⁽²⁰⁴⁾.

Quanto agli effetti, l'atto di designazione comporta essenzialmente l'assoggettamento della FMU designata a specifici *standard* di gestione del rischio stabiliti, in linea con gli indirizzi internazionali adottati in materia, dal FRB d'intesa con il Consiglio e le altre agenzie federali ⁽²⁰⁵⁾, ovvero dalla CFTC e dalla SEC d'intesa con il FSOC e il FRB

⁽²⁰⁰⁾ 12 U.S.C.A. § 5323(d) (West).

⁽²⁰¹⁾ 12 U.S.C.A. § 5463 (West). La definizione di FMU è indicata dal § 5462(6)(A): «*any person that manages or operates a multilateral system for the purpose of transferring, clearing or settling payments, securities, or other financial transactions among financial institutions or between financial institutions and the person*»; sono fatte salve le (numerose) eccezioni di cui alla successiva lettera (B).

⁽²⁰²⁾ 12 U.S.C.A. § 5463(b) (West).

⁽²⁰³⁾ Alla data, il FSOC ha designato otto FMU sistemiche: the Clearing House Payments Company, L.L.C.; CLS Bank International; Chicago Mercantile Exchange, Inc.; The Depository Trust Company; Fixed Income Clearing Corporation; ICE Clear Credit L.L.C.; National Securities Clearing Corporation; The Options Clearing Corporation; cfr., www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg1645.aspx, www.federalreserve.gov/paymentsystems/designated_fm_u_about.htm.

⁽²⁰⁴⁾ 12 U.S.C.A. § 5463(a)(2) (West).

⁽²⁰⁵⁾ 12 U.S.C.A. § 5464(a)(1) (West).

(²⁰⁶); a ciò si aggiunge la sottoposizione a una serie di obblighi di *reporting* e a potestà di controllo da parte del FRB (²⁰⁷). Gli *standard* citati, in particolare, disciplinano accorgimenti prudenziali oggetto di numerose raccomandazioni dei regolatori globali (²⁰⁸), diretti, nel complesso, a promuovere la stabilità e ridurre il rischio sistemico in considerazione del ruolo critico delle FMU per la continuità dell'intermediazione finanziaria (²⁰⁹).

In relazione a tali *standard*, peraltro, è appena il caso di evidenziare come la loro adozione o modifica può derivare da una particolare procedura semi-contenziosa tra le agenzie federali che si conclude con una raccomandazione del FSOC. Il FRB può infatti adottare una determinazione scritta e motivata circa la non adeguatezza degli *standard* prudenziali adottati dalla SEC e/o dalla CFTC con riferimento alle FMU e alle attività designate come sistemiche dal FSOC soggette alla loro supervisione (²¹⁰); nei 60 giorni seguenti all'adozione di tale determinazione, l'agenzia interessata può alternativamente obiettare ai rilievi formulati dal *Board* o rappresentare al FSOC e allo stesso *Board* le azioni tese a porvi rimedio (²¹¹); alla luce di tale riscontro, con una decisione assunta secondo la nota maggioranza qualificata dei 2/3 dei voti (²¹²), il Consiglio può ritenere soddisfacenti i riscontri resi o prescrivere l'adozione degli *standard* ritenuti necessari (²¹³), di fatto esercitando un potere che coniuga potestà di indirizzo e ruolo semi-arbitrale (²¹⁴).

4.2.1.2 Il procedimento

(²⁰⁶) 12 U.S.C.A. § 5464(a)(2) (West).

(²⁰⁷) 12 U.S.C.A. § 5466 (*Examination of and enforcement actions against designated financial market utilities*), § 5467 (*Examination of and enforcement actions against financial institutions subject to standards for designated activities*) e § 5468 (*Requests for information, reports, or records*) (West).

(²⁰⁸) Si vedano in particolare, gli *standard* adottati congiuntamente dalla Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) della BIS, e dalla Technical Committee dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Principles for financial market infrastructures*, aprile 2012, in www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf.

(²⁰⁹) 12 U.S.C.A. § 5464(b) e (c) (West). Quanto alla disciplina secondaria, la Regulation HH della FED stabilisce *standard* e procedure per la supervisione delle FMU, mentre la *Federal Reserve Policy on Payment System Risk* reca la disciplina di tipo sostanziale, coerente con i già ricordati *standard* internazionali.

(²¹⁰) 12 U.S.C.A. § 5464(2)(B) e (C) (West).

(²¹¹) 12 U.S.C.A. § 5464(2)(D) (West).

(²¹²) In tali casi, tuttavia, il voto del Segretario del Tesoro non risulta dirimente.

(²¹³) 12 U.S.C.A. § 5464(2)(E): «[...] *the Council shall either find that the response submitted under subparagraph (D) is sufficient, or require the Commodity Futures Trading Commission, or the Commission, as applicable, to prescribe such risk management standards as the Council determines is necessary to address the specific prudential requirements that are determined to be insufficient*».

(²¹⁴) In linea generale, la scienza giuridica statunitense ha messo in luce tale ruolo del FSOC quale «*peak-level arbiter*» incaricato di risolvere conflitti in situazioni nelle quali «*agencies simply refuse to coordinate for one reason or another, whether because of substantive disagreements, personality clashes, or cultural conflicts*». Cfr., J. FREEMAN, J. ROSSI, *Agency Coordination in Shared Regulatory Space*, in Harvard Law Review, 2012, 1131, 1186-1187.

Uno degli elementi di maggior rilievo del potere di designazione di intermediari non bancari e FMU - sin qui trattato in ottica oggettiva e funzionale - è rappresentato dai meccanismi procedurali che assicurano la partecipazione dei privati interessati.

Oltre alle disposizioni al riguardo previste dal Dodd-Frank Act, il FSOC ha adottato previsioni di dettaglio per ciascuna delle due procedure in esito a una complessa (e molto partecipata) attività di *rulemaking* ⁽²¹⁵⁾. Queste regolano sia i criteri di tipo sostanziale che governano le valutazioni prodromiche alla designazione, integrando e specificando la disciplina primaria già analizzata, che i profili più strettamente procedurali dell'attività ⁽²¹⁶⁾, sui quali ci si sofferma in questa sede ⁽²¹⁷⁾. In aggiunta a queste ultime previsioni, peraltro, l'autorità ha emanato ulteriori regole che disciplinano la richiesta e lo svolgimento delle audizioni nel corso di entrambe le procedure di designazione ⁽²¹⁸⁾; infine, limitatamente alla *designation* di *nonbank financial institutions*, il FSOC ha adottato un'ulteriore *supplemental guidance* che integra alcuni profili del processo di analisi e fornisce specifiche indicazioni sulle prassi decisionali e sulle modalità di interazione con i soggetti regolati nel segno di una maggiore apertura e trasparenza procedurale ⁽²¹⁹⁾.

⁽²¹⁵⁾ Si vedano, FSOC, *Authority to Require Supervision and Regulation of Certain Nonbank Financial Companies*, 12 C.F.R. Part 1310, RIN 4030-AA00 (West); FSOC, *Authority to Designate Financial Market Utilities as Systemically Important*, 12 C.F.R. Part 1320, RIN 4030-AA01 (West).

⁽²¹⁶⁾ V. ad es., FSOC, *Authority to require supervision*, cit., al paragrafo III: «[t]he rule sets forth the procedures and practices for the Council's determinations regarding nonbank financial companies, including the statutory considerations and procedures for information collection and hearings. The interpretive guidance, which is attached as an appendix to the rule, addresses, among other things: Key terms and concepts related to the Council's determination authority, including "material financial distress" and "threat to financial stability"; The uniform quantitative thresholds that the Council intends to use to identify nonbank financial companies for further evaluation; The six-category framework that the Council intends to use to consider whether a nonbank financial company meets either of the statutory standards for a determination, including examples of quantitative metrics for assessing each category; and The process that the Council intends to follow when considering whether to subject a nonbank financial company to supervision by the Board of Governors and prudential standards».

⁽²¹⁷⁾ Nel corso della procedura di *notice and comment* che ha riguardato le disposizioni relative alla designazione di intermediari non bancari sistemici è emersa la problematica della norma primaria legittimante e dello status di tali previsioni, costituite da una *rule* e da una *guidance* annessa. Secondo quanto chiarito dal FSOC, la base legale di tali disposizioni sarebbe rappresentata (i) dalla Section § 5321(e), che attribuisce al Consiglio il potere di adottare le proprie regole interne di funzionamento, e (ii) dalla *inherent authority* derivante dall'attribuzione stessa del potere di *designation*. Come chiarito nel documento di promulgazione della *final rule*, «(t)he interpretive guidance does not impose duties on, or alter the rights or interests of, any company, nor does it relieve the Council of making specific determinations in accordance with the Dodd-Frank Act. [...]. Moreover, by providing for transparency in the Determination Process, the rule and interpretive guidance promote an accountability that benefits the public and the nonbank financial companies subject to evaluation. Thus, notwithstanding arguments to the contrary by a small number of commenters, the Council has the necessary authority to issue the rule and interpretive guidance». Si veda, FSOC, *Authority to require supervision*, cit., 21647.

⁽²¹⁸⁾ FSOC, *Hearing Procedures for Proceedings Under Title I or Title VIII of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, in www.treasury.gov/initiatives/fsoc/designations/Documents/FSOC%20hearing%20procedures.pdf.

⁽²¹⁹⁾ FSOC, *Supplemental Procedures Relating to Nonbank Financial Company Determinations*, in www.treasury.gov/initiatives/fsoc/designations/Documents/Supplemental%20Procedures%20Related%20to%20Nonbank%20Financial%20Company%20Determinations%20-%20February%202015.pdf,

febbraio 2015. Peraltro, tali regole suppletive sarebbero state emanate «in response to criticism regarding Council

Per cogliere caratteri e problematiche dell'attività di *adjudication* del FSOC risulta utile procedere a una breve descrizione di entrambi i processi, per come disciplinati dalle fonti poc'anzi richiamate.

Il processo di designazione di un intermediario sistemico prevede tre fasi.

Nella prima, avente carattere permanente, il Consiglio "screma" con cadenza trimestrale l'ampia popolazione di *nonbank financial companies* ricorrendo a soglie predefinite di tipo quantitativo riferite a dimensioni, interconnessione, leva e rischio di liquidità e *maturity mismatch* ⁽²²⁰⁾: così congegnato, il meccanismo consente a ogni intermediario di prevedere *ex ante*, in linea di massima, la possibile sottoposizione a una valutazione nel corso delle fasi successive in ragione di caratteristiche sue proprie ⁽²²¹⁾.

Nella seconda, il FSOC svolge una prima verifica sull'effettiva capacità di ciascuno degli intermediari così identificati di costituire una minaccia per la stabilità finanziaria: a questo stadio, cruciale per la formulazione di una proposta di determinazione (*proposed determination*), il Consiglio impiega informazioni qualitative e quantitative a sua disposizione o volontariamente sottoposte dalle imprese ⁽²²²⁾, stabilendo una prima

procedures and after several months of engagement with industry and interested parties»; così, US DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Financial Stability Oversight Council Designations*, cit., Appendix B, 45.

⁽²²⁰⁾ Le soglie prescelte includono: «\$50 billion in total consolidated assets; \$30 billion in gross notional credit default swaps outstanding for which a nonbank financial company is the reference entity; \$3.5 billion of derivative liabilities; \$20 billion in total debt outstanding; 15 to 1 leverage ratio of total consolidated assets (excluding separate accounts) to total equity; and 10 percent short-term debt ratio of total debt outstanding with a maturity of less than 12 months to total consolidated assets (excluding separate accounts)»; l'intermediario è soggetto a valutazione per la seconda fase laddove risultino integrate sia la soglia dimensionale degli *asset* totali che uno qualunque degli altri parametri. La *guidance* specifica inoltre che per gli intermediari stranieri la soglia è considerata solo in relazione agli *asset* detenuti nel mercato statunitense.

⁽²²¹⁾ Le informazioni rilevanti per questa fase saranno tratte da dati pubblici o a disposizione del FSOC e delle agenzie partecipanti; v. FSOC, *Authority to require supervision*, cit., 21660, paragrafo *a. Stage 1: Initial Identification of Nonbank Financial Companies for Evaluation*; il FSOC ha inoltre reso pubbliche le modalità per il calcolo delle soglie utilizzate per questa fase: FSOC, *Staff Guidance Methodologies Relating to Stage 1 Thresholds*, giugno 2015, in

www.treasury.gov/initiatives/fsoc/designations/Documents/FSOC%20Staff%20Guidance%20-%20Stage%201%20Thresholds.pdf. Come si è osservato, si tratta di un «mechanical step [...] not intended to identify nonbank financial companies for a final determination, but rather to help the Council, nonbank financial companies, market participants, and other members of the public assess whether a nonbank financial company will be subject to evaluation in Stage 2»; si veda, US DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Financial Stability Oversight Council Designations*, cit., Appendix B, 47.

⁽²²²⁾ ID, 21661, paragrafo *b. Stage 2: Review and Prioritization of Stage 2 Pool*. Nel *report* del Segretario al Tesoro da ultimo citato sono manifestate perplessità su tale sequenza in tre fasi del processo di designazione; constatato il differente approccio per la designazione di *nonbank* e FMU, si evidenzia ad es. che «(t)he three-stage process for nonbank financial companies has generated confusion among members of the public and should be reformed into a two-stage process by combining existing Stages 1 and 2»; così, US DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Financial Stability Oversight Council Designations*, cit., 28.

interazione con queste ultime attraverso la sottoposizione di documenti o incontri preliminari e informali con lo *staff* della commissione interna competente ⁽²²³⁾.

Nella terza e ultima fase, il FSOC inoltra una *notice of consideration* all'intermediario interessato, dando l'opportunità allo stesso di sottoporre documenti e richiedere un'audizione in un termine non inferiore a 30 giorni; durante tale momento della procedura, l'autorità approfondisce essenzialmente elementi di carattere più strettamente qualitativo, quali l'opacità, la complessità e la risolvibilità dell'impresa in caso di dissesto in relazione all'impatto potenziale sulla stabilità finanziaria ⁽²²⁴⁾; al contempo, in esito alla revisione della procedura nel 2015, è prevista la possibilità di tenere ulteriori incontri tra esponenti dell'intermediario e *staff* dell'agenzia ⁽²²⁵⁾.

La sequenza procedimentale descritta non ha carattere rigido. In primo luogo, il Consiglio può discrezionalmente sottoporre un intermediario che non rientri nelle soglie oggetto di considerazione nel corso della prima fase alle valutazioni previste durante la seconda; come evidenziato nella *final rule*, tale riserva deriva dal carattere sostanzialmente indicativo dei parametri impiegati nel corso dello *Stage One*, e cioè dal loro essere potenzialmente non idonei a misurare e intercettare «*unique risks posed by particular nonbank financial companies*» ⁽²²⁶⁾. In secondo luogo, il tenore di alcune espressioni impiegate all'interno della *guidance* sembra suggerire il possibile ricorso a una sequenza di fasi meno irregimentata alla luce delle circostanze rilevanti nei vari casi concreti ⁽²²⁷⁾. In terzo luogo, conformemente a quanto previsto dal Dodd-Frank Act, il FSOC può decidere di ricorrere a una procedura d'urgenza a carattere sommario laddove la modifica o revoca di uno

⁽²²³⁾ In particolare, «*the Council's staff-level Deputies Committee instructs the Nonbank Designations Committee to form an analytical team to commence an active review of the company. The Council notifies the company and its primary financial regulatory agency or home country supervisor within 30 days after the Deputies Committee issues this instruction*»; US DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Financial Stability Oversight Council Designations*, cit., 47. Come chiarito nella *supplemental guidance*, «(a) *company under active review in Stage 2 may submit to the Council any information it deems relevant to the Council's evaluation and may, upon request, meet with analytical team staff. In addition, analytical team staff will, upon request, provide the company with a list of the primary public sources of information being considered during the Stage 2 analysis, so that the company has an opportunity to understand the information the Council may rely upon during Stage 2*»; FSOC, *Supplemental Procedures Relating to Nonbank*, cit., 2.

⁽²²⁴⁾ ID, 21662; nella *guidance* ad esempio si rileva come «(t)he Council anticipates that the information necessary to conduct an in-depth analysis of a particular nonbank financial company may vary significantly based on the nonbank financial company's business and activities and the information already available to the Council from existing public sources and domestic or foreign regulatory authorities».

⁽²²⁵⁾ FSOC, *Supplemental Procedures Relating to Nonbank*, cit., 2: «[...] *analytical team staff will now meet with the company's representatives at the start of Stage 3 to explain the evaluation process and the framework for the Council's analysis. If the analysis in Stage 2 has identified specific aspects of the company's operations or activities as the primary focus for the evaluation, staff will notify the company of those issues, although the issues will be subject to change based on the ongoing analysis*».

⁽²²⁶⁾ ID, 21643.

⁽²²⁷⁾ ID., spec. 21660, paragrafo III (*The Determination Process*).

qualsiasi fra i requisiti procedurali descritti, ivi incluse le diverse *notice* per l'impresa interessata, risulti «*necessary or appropriate to prevent or mitigate threats posed by the nonbank financial company to the financial stability of the United States*»⁽²²⁸⁾.

Nella procedura ordinaria descritta, la seconda e soprattutto la terza fase costituiscono i punti critici di interazione tra autorità e impresa, in cui viene a instaurarsi quel contraddittorio procedimentale che conduce - non più solo sulla base di dati interamente oggettivi - a una definitiva valutazione in ordine al carattere sistemico dell'intermediario.

Gli atti che scandiscono i diversi passaggi procedurali segnano un progressivo coinvolgimento del privato, che assume carattere ora informale, attraverso un *engagement* con lo *staff* del FSOC, ora più puntuale, specie a partire dall'ultimo stadio: la *notice of consideration*, trasmessa tra seconda e terza fase, include, nella prassi, un'informativa in merito all'avvio della procedura, una richiesta di informazioni ritenute rilevanti dal FSOC e l'indicazione della possibilità di sottoporre documenti⁽²²⁹⁾; un secondo avviso relativo al completamento dell'attività di raccolta delle informazioni necessarie segna l'avvio del decorso dei termini per la conclusione del procedimento⁽²³⁰⁾; la notifica dell'avvenuta adozione di una *proposed determination* con il voto qualificato interno al Consiglio, corredata da una «*explanation of the basis of the proposed determination*»⁽²³¹⁾, segna, infine, l'eventuale apertura di un contraddittorio orale tra il FSOC e l'impresa interessata (v. *infra*). Concluso quest'ultimo, o in esito alla sua mancata instaurazione in assenza di richiesta, il Consiglio può quindi adottare la *final determination*, da notificarsi alla *nonbank financial company* corredata da motivazione⁽²³²⁾ e rendere successivamente pubblica⁽²³³⁾.

⁽²²⁸⁾ ID, § 1310.22(a)(1).

⁽²²⁹⁾ ID, 21662: «*Each nonbank financial company in the Stage 3 Pool will receive a notice [...] that the nonbank financial company is under consideration for a Proposed Determination. The Notice of Consideration likely will include a request that the nonbank financial company provide information that the Council deems relevant to the Council's evaluation, and the nonbank financial company will be provided an opportunity to submit written materials to the Councils*». V. anche la Section § 1310.21(a) della *final rule*.

⁽²³⁰⁾ IBID: «*Before making a Proposed Determination, the Council intends to notify each nonbank financial company in the Stage 3 Pool when the Council believes that evidentiary record [...] is complete*».

⁽²³¹⁾ IBID, § 1310.21(b).

⁽²³²⁾ Il termine complessivo della procedura è pari a 180 giorni dalla notifica dell'atto con il quale è reso noto il completamento della raccolta di dati e informazioni; IBID, § 1310.21(f).

⁽²³³⁾ In considerazione del rilevante impatto che tale determinazione finale può avere dal punto di vista del mercato, nella *guidance* è chiarito che il FSoc «(w)hen practicable and consistent with the purposes of the determination process, the Council intends to provide a nonbank financial company with a notice of a final determination at least one business day before publicly announcing the determination»; IBID, 21662.

La procedura per la designazione delle FMU è sostanzialmente non dissimile da quella appena esaminata, ancorché parzialmente semplificata in ragione della previsione di due sole fasi in coerenza con il carattere più lineare delle valutazioni richieste.

Nel corso della prima, il Consiglio procede a identificare le infrastrutture di mercato potenzialmente sistemiche sulla base dei criteri indicati dal Dodd-Frank Act e ulteriormente specificati in un'apposita *rule*. Durante la seconda fase, l'autorità procede a una revisione specifica della posizione di una determinata FMU sulla base di due criteri discretivi: (i) se un malfunzionamento o il venir meno dell'infrastruttura possa creare o incrementare un rischio significativo dal punto di vista della distribuzione della liquidità e del credito diffuso tra le *financial institutions* e il mercato (c.d. *first determination*), e (ii) se il propagarsi di tali problemi possa costituire una minaccia alla stabilità finanziaria degli Stati Uniti (c.d. *second determination*) ⁽²³⁴⁾.

Anche nell'ambito della procedura di designazione di una FMU, specifici atti svolgono un ruolo critico nell'instaurazione di un'interlocuzione effettiva tra Consiglio e impresa interessata. In primo luogo, anteriormente alla *notice of proposed determination*, l'autorità deve informare l'impresa in merito all'esistenza del procedimento, invitandola a sottoporre documenti nei quali potrà rendere informazioni tanto in merito alla sua importanza sistemica quanto a possibili modifiche della sua struttura organizzativa e operativa che possano ridurre o incrementare il rischio sistemico dalla stessa posto ⁽²³⁵⁾. In secondo luogo, l'impresa è destinataria di una *notice of proposed determination*, nella quale sono rappresentati gli elementi fattuali a supporto dell'intenzione di procedere del Consiglio; come nel caso delle *nonbank financial institutions*, l'impresa sopporta l'onere di richiedere, nel termine di 30 giorni, un «*written or oral hearing before the Council to demonstrate*

⁽²³⁴⁾ Come notato in sede di promulgazione della *final rule*, le due valutazioni sono intrinsecamente correlate: «[...] *the Council notes that the judgment involved in the Second Determination is substantially informed by the First Determination. [...] A failure or disruption of an Fmu that could create the risk of "significant liquidity or credit problems spreading among financial institutions or markets" will, absent extraordinary circumstances, weaken the financial system's ability to serve the economy and dramatically increase the risk of financial instability and economic downturn. The Second Determination, therefore, largely assesses whether possible disruptions are potentially severe, not necessarily in the sense that they themselves might trigger damage to the U.S. economy, but because such disruptions might reduce the ability of financial institutions or markets to perform their normal intermediation functions*»; si veda, FSOC, *Authority to Designate Financial Market Utilities*, cit., 44766.

⁽²³⁵⁾ All'interno di tale atto, tuttavia, il FSOC non rende note all'impresa le informazioni che sono state impiegate per valutare un avanzamento allo *stage two*, prevalentemente in ragione del carattere pubblico delle informazioni utilizzate. Come chiarito nel corso della consultazione, infatti, (IBID, 44769-44770), «[t]he Council has decided not to include in the rule a standard or requirement to provide FMUs with the stage one information that informed its decision to advance an FMU to stage two. The Council anticipates relying upon publicly available information and data from the appropriate Supervisory Agencies during stage one. Accordingly, information obtained from one or more federal agencies with jurisdiction over an FMU could in some instances contain confidential supervisory information not appropriate for disclosure».

that the proposed designation or rescission of designation is not supported by substantial evidence» ⁽²³⁶⁾. Infine, entro un termine di 60 giorni successivi all'*hearing*, ovvero di 30 giorni dal decorso del termine per la richiesta da parte dell'impresa, l'autorità deve notificare la propria *final determination*, indicando le evidenze sulle quali la decisione è fondata.

Come emerge dalla disamina dei caratteri procedurali dell'attività di designazione, in entrambi i casi la possibilità di un'audizione della parte interessata risulta soltanto eventuale e integralmente rimessa alla mera discrezionalità del FSOC, che può quindi liberamente decidere di procedere solo sulla base di *memorandum* scritti sottoposti nelle fasi finali del processo di determinazione. In tal senso, la procedura in esame si discosta dalle previsioni dell'APA che disciplinano le ipotesi di «*adjudication required by statute to be determined on the record after opportunity for an agency hearing»* ⁽²³⁷⁾. Tale aspetto, chiarito nel quadro delle regole che il Consiglio ha stabilito in tema di *hearing* ⁽²³⁸⁾, è stato oggetto di una precisa scelta derivante dalla mancanza di specifiche indicazioni in merito nella normativa primaria, e in disaccordo con molte delle sollecitazioni ricevute dal FSOC nel corso della consultazione pubblica svolta sulla *rule* ⁽²³⁹⁾.

L'assenza di un obbligo di concedere un formale *hearing* è tuttavia compensata, nella prassi, da tre elementi: dalla possibilità, recentemente rafforzata, di stabilire una continuativa interlocuzione informale tra i rappresentanti dell'impresa interessata e lo *staff* dell'agenzia che in concreto elabora le proposte decisionali per il Consiglio a partire dalla seconda fase del processo di designazione ⁽²⁴⁰⁾; dalla circostanza che il Consiglio ha pubblicamente segnalato la propria volontà di garantire alle parti la possibilità di un'audizione innanzi all'intero consesso, e dunque non esclusivamente con lo *staff*, nel caso in cui l'impresa interessata formuli una tempestiva richiesta in tal senso; infine, dal

⁽²³⁶⁾ IBID, § 1320.12.

⁽²³⁷⁾ 5 U.S.C.A. § 554 (a) (West).

⁽²³⁸⁾ FSOC, *Hearing Procedures for Proceedings*, cit., § 1 (b): «*These hearing procedures govern hearings to be conducted by the Council in connection with proposed determinations, designations, and emergency waivers or modifications made pursuant to Title I and Title VIII of the Dodd-Frank Act. The provisions of the Administrative Procedure Act (5 U.S.C. § 551 et seq.) governing adjudications required by statute to be determined on the record, the Federal Rules of Evidence (28 U.S.C. Appendix), and the Federal Rules of Civil Procedure (28 U.S.C. Rule 1 et seq.), do not apply to the hearings to be conducted by the Council under these hearing procedures».*

⁽²³⁹⁾ FSOC, *Notice of availability; response to comments. Hearing Procedures*, in www.treasury.gov/initiatives/fsoc/designations/Documents/Hearing%20Procedures%20Notice%20of%20Availability%20and%20Response%20to%20Comments.pdf.

⁽²⁴⁰⁾ Si tratta della *Nonbank Designation Committee*, su cui v. *supra*, § 3.1.

doppio meccanismo di voto che accompagna, con le già descritte maggioranze qualificate, l'adozione tanto della *proposed* quanto della *final designation* ⁽²⁴¹⁾.

4.2.2 Il procedimento congiunto per l'imposizione di divieti e cautele nello svolgimento di attività finanziarie

A completamento dell'analisi sopra condotta, occorre brevemente soffermarsi su una particolare tipologia di procedimento interno alla rete regolatoria macroprudenziale e riconducibile alla figura generale dell'*adjudication* previsto dalla Section § 5331, rubricata «*Mitigation of risks to financial stability*».

Laddove le autorità ravvisino gli estremi di una «*grave threat to the financial stability of the United States*», e in esito alla ponderazione degli stessi criteri che giustificano la designazione di un intermediario come sistemico ⁽²⁴²⁾, la norma citata attribuisce al FRB e al FSOC il potere di adottare una serie di provvedimenti particolarmente intrusivi della sfera di libera iniziativa economica di *bank holding companies* di elevate dimensioni, e *nonbank financial companies* soggette alla supervisione del *board* in esito alla designazione, anche se non stabilite negli Stati Uniti ⁽²⁴³⁾.

In particolare, le due autorità possono rispettivamente (i) limitare la possibilità per l'impresa di fondersi, acquisire o in altro modo affiliarsi con altra società finanziaria e non finanziaria, (ii) circoscrivere l'offerta di uno o più prodotti o servizi di tipo finanziario, (iii) richiedere di porre fine a determinate attività, (iv) imporre specifiche condizioni alle quali una o più attività possano essere svolte, e (v) ove nessuna di tali misure risulti adeguata a mitigare lo specifico rischio in concreto rilevante, richiedere alla società di trasferire o vendere i propri *asset* e attività *off-balance* a soggetti terzi non affiliati.

La decisione può dirsi di fatto congiunta in quanto risultano necessarie, in sequenza, una determinazione del FRB in merito all'esistenza di una grave minaccia per la

⁽²⁴¹⁾ Nella prassi, peraltro, il FSOC ha concesso l'*hearing* in forma orale in tutti e due i casi nei quali tale richiesta è stata formulata; si veda Fsoc, *Nonbank Designations - FAQs*, no. 15, in www.treasury.gov/initiatives/fsoc/designations/Pages/nonbank-faq.aspx#15.

⁽²⁴²⁾ Si veda, infatti, 12 U.S.C.A. § 5331(c): «(t)he Board of Governors and the Council shall take into consideration the factors set forth in subsection (a) or (b) of section 5323 of this title, as applicable, in making any determination under subsection (a)».

⁽²⁴³⁾ Per la categoria delle «*foreign nonbank financial companies supervised by the Board of Governors and foreign-based bank holding companies*», si veda 12 U.S.C.A. § 5331 (West), che consente l'esercizio del potere descritto nel testo al ricorrere di due ulteriori condizioni, che ricalcano quelle già evidenziate nell'ambito dei procedimenti di designazione: «(1) giving due regard to the principle of national treatment and equality of competitive opportunity; and (2) taking into account the extent to which the foreign nonbank financial company or foreign-based bank holding company is subject on a consolidated basis to home country standards that are comparable to those applied to financial companies in the United States».

stabilità finanziaria nazionale correlata a un determinato intermediario dallo stesso vigilato, un voto favorevole di 2/3 dei membri del FSOC che approvi la proposta del FRB, e, infine, l'adozione definitiva di un *order* da parte di quest'ultimo.

Non diversamente da quanto osservato in precedenza in relazione al processo di designazione, il Dodd-Frank Act detta alcune regole di “impianto” del procedimento amministrativo atte ad assicurare un contraddittorio con l'intermediario interessato ⁽²⁴⁾. Tale procedimento ricalca, a grandi linee, quello di designazione, ma si svolge esclusivamente innanzi al FRB, che non ha allo stato emanato disposizioni applicative atte a dettagliare i contenuti.

In primo luogo, è prevista la trasmissione di una *written notice* nella quale sono rese note le informazioni preliminari relative alle misure oggetto di considerazione da parte delle autorità, con una descrizione delle stesse e delle ragioni sottese. A tale informativa può far seguito la consueta richiesta di un *hearing* scritto o orale innanzi al FRB «*to contest the proposed mitigatory action*»: in tal caso, non diversamente da quanto previsto per i procedimenti di designazione in cui la concessione dell'*hearing* orale è rimessa alla discrezionalità del FSOC, il *board* può indicare un termine per la sottoposizione dei materiali scritti o - a propria discrezione - per la presentazione degli argomenti difensivi in forma orale. Nei sessanta giorni successivi, infine, l'intermediario interessato è informato della decisione definitiva da parte del FRB, oltre che dell'esito del voto da parte del Consiglio.

5. Il sindacato giurisdizionale sull'operato della rete di regolazione macroprudenziale

La ricostruzione svolta nel paragrafo precedente evidenzia la variegata articolazione degli atti nei quali si estrinseca la funzione macroprudenziale, e i tratti principali dell'interazione tra agenzie e FSOC, da un lato, e agenzie, FSOC e soggetti regolati, dall'altro. Con specifico riguardo all'operato del FSOC, si è osservato come questo può adottare una serie eterogenea di provvedimenti mediante procedimenti connotati da un grado di apertura diversificato, correlato alla tipologia di interessi individuali o diffusi chiamati in gioco.

A integrazione di quanto sin qui riferito, si volge adesso l'attenzione al modo in cui il FSOC e, per esso, la rete macroprudenziale, risponde del proprio operato innanzi alle corti federali, e, in particolare, agli *standard* che presiedono alla revisione delle decisioni in

⁽²⁴⁾ 12 U.S.C.A. § 5331(b) (West).

materia di designazione, esempio significativo in quanto soggetto a veto del *chairman* e unico idoneo a spiegare effetti diretti nella sfera giuridica degli intermediari.

L'analisi si articola in due passaggi.

Dapprima, si inquadrano gli *standard* generali attraverso i quali le corti federali vagliano le determinazioni delle agenzie in applicazione dei principi costituzionali e delle previsioni dell'APA⁽²⁴⁵⁾. Successivamente, si approfondiscono i confini del sindacato giurisdizionale nell'ambito della regolazione macroprudenziale, attraverso una disamina delle questioni emerse in un recente caso relativo al potere di designazione del FSOC⁽²⁴⁶⁾. Dando continuità a un orientamento interpretativo inaugurato nell'ultimo decennio dal D.C. Circuit⁽²⁴⁷⁾ e da più parti criticato⁽²⁴⁸⁾, la corte adita ha assunto, quale criterio cardine per valutare gli esiti dell'attività di *adjudication*, l'effettivo svolgimento da parte del Consiglio di una *cost-benefit analysis*, che ridefinisce in maniera problematica lo *standard* generale dell'*arbitrary and capricious* nel vaglio delle scelte di regolazione finanziaria.

5.1 Gli *standard* di riferimento

L'accesso a rimedi giurisdizionali e la profondità e ampiezza del sindacato delle corti federali sugli aspetti procedurali e sostanziali dell'agire amministrativo costituiscono elementi essenziali dell'*administrative law* statunitense⁽²⁴⁹⁾, strettamente legati all'equilibrio

⁽²⁴⁵⁾ 5 U.S.C.A., I, Chapter 7 - Judicial Review, § 701-706 (West).

⁽²⁴⁶⁾ METLIFE INC. v. FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL, United States District Court, District of Columbia.

⁽²⁴⁷⁾ Si veda, infatti, B. KRAUS, C. RASO, *Rational Boundaries for SEC Cost-Benefit Analysis*, in Yale Journal on Regulation, 2013, 289.

⁽²⁴⁸⁾ Si vedano R.J. JACKSON, JR., M. BARR, G.E. METZGER, K. ANDRIAS, *Brief of Professors of Law and Finance as Amici Curiae Supporting Defendant*, in METLIFE INC. v. FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL, United States District Court, District of Columbia. Nelle riflessioni della scienza giuridica statunitense si segnalano i contributi di JEFFREY N. GORDON, *The Empty Call for Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation*, in Journal of Legal Studies (Special Issue), 2014, 351; JOHN C. COATES IV, *Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Case Studies and Implications*, in Yale Law Journal, 2015, 882.

⁽²⁴⁹⁾ La letteratura in materia è vastissima, e una sua revisione sarebbe ultronea rispetto agli obiettivi del presente lavoro. Senza pretesa di esaustività, si vedano, tra i più noti contributi, L. JAFFE, *Judicial Review: Constitutional and Jurisdictional Fact*, in Harvard Law Review, 953, 1957; ID., *The Right to Judicial Review*, in Harvard Law Review, 1958, 401; ID., *Judicial Control of Administrative Action*, Boston, Little, Brown, 1965; K.C. DAVIS, "Judicial Control of Administrative Action": a Review, in Columbia Law Review, 1966, 635; M. SHAPIRO, *The Supreme Court and Administrative Agencies*, New York, The Free Press, 1968, spec. 95-142; R. SHEP MELNICK, *Regulation and the courts. The case of the Clean Air Act*, Washington D.C., Brookings Institution, 1983; R.M. LEVIN, *Identifying Questions of Law in Administrative Law*, in Georgetown Law Journal, 1985, 1; C.R. SUNSTEIN, *Constitutionalism after the New Deal*, in Harvard Law Review, 1987, 421, spec. 470 ss.; M. SHAPIRO, *Who Guards the Guardians? Judicial Control of Administration*, Athens, University of Georgia Press, 1988; C.R. FARINA, *Statutory Interpretation and the Balance of Power in the Administrative State*, in Columbia Law Review, 1989, 452. Per una specifica disamina in merito al sindacato delle corti sull'attività delle agenzie federali di regolazione finanziaria, B.J. FRIEDBERG, A.S. GORDON, *Judicial Review of the Federal Regulatory Agencies*, in Annual Review of Banking Law, 1988, 365.

costituzionale dato dal principio di separazione tra poteri ⁽²⁵⁰⁾ e alle trasformazioni evolutive delle letture date al ruolo dell'apparato burocratico ⁽²⁵¹⁾.

Il *judicial review* ⁽²⁵²⁾ ha tradizionalmente avuto il generale compito di “confinare” la discrezionalità burocratica entro i limiti statutari, imponendo alle agenzie il rispetto di procedure decisionali «*designed to promote the accuracy, rationality and reviewability of agency application of legislative directives*» ⁽²⁵³⁾. In tal modo, ha funto da «*strumento attraverso cui il potere giudiziario assicura il rispetto da parte delle amministrazioni delle norme dell'ordinamento, secondo il più classico principio di legalità, garantendo così l'implementazione corretta della volontà espressa dal Congresso con l'emanaazione degli statutes*» ⁽²⁵⁴⁾, nondimeno prevenendo, attraverso il mantenimento di un certo grado di deferenza, rischi di vanificazione del ruolo delle agenzie quali organi legittimati dall'*expertise* ⁽²⁵⁵⁾.

Mediante un'intensa attività interpretativa, le corti hanno quindi contribuito a definire il significato dei termini impiegati nella legislazione amministrativa sostanziale, di volta in volta valutando se «*the details filled in by agencies that administer statutes are consonant with the statute's general wording, or whether they are illegal in the sense of being out of harmony with the general provisions*» ⁽²⁵⁶⁾. Da ciò è derivata l'elaborazione di una *presumption of review* che, oggi codificata all'interno dell'APA ⁽²⁵⁷⁾, risponde all'esigenza di rendere pienamente *accountable*

⁽²⁵⁰⁾ «*If separation of powers were truly a basic conception in our governmental structure, then the courts, like their Continental counterparts, would recoil from exercising any control of administrative agencies. Nothing could be more alien to Anglo-American legal history. [...] as a matter of constitutional principle [...] the judiciary exercises - or may exercise - its full power over agencies*»; R. PARKER, *The Historic Basis of Administrative Law: Separation of Powers and Judicial Supremacy*, in US SENATE, *Separation of Powers and the Independent Agencies: Cases and Selected Readings*, Washington D.C., 1969, 1245.

⁽²⁵¹⁾ Si veda, L. SCHULTZ BRESSMAN, *Beyond Accountability: Arbitrariness and Legitimacy in the Administrative State*, New York University Law Review, 2003, 461, spec. 475-480. La correlazione tra *judicial review* e “nascita” del diritto amministrativo negli ordinamenti di *common law* è evidenziata da SHAPIRO, ove osserva che «*[a]dministrative law ceased to be the law that administrative agencies made and became instead the rules that governed when, where and how courts would review agency findings and the rules governing the procedures of agencies*»; si veda M. SHAPIRO, *The Supreme Court*, cit., 105.

⁽²⁵²⁾ Sul concetto generale di *judicial review*, M. SHAPIRO, *The Supreme Court*, cit., 3, «*[...] in the more general sense is the power of a court to review the interpretations made by government agencies and officers [...] in order to determine what interpretation of the statute, regulation or previous ruling, and/or findings of fact supporting them shall be taken as binding upon the parties*».

⁽²⁵³⁾ R. STEWART, *The Reformation*, cit., 1669.

⁽²⁵⁴⁾ B. MARCHETTI, *Pubblica amministrazione e corti negli Stati Uniti*, cit., 200.

⁽²⁵⁵⁾ «*But if a court were to decide every question afresh, without deferring at all, would we not lose many of the advantages of having administrative agencies?*»; S.G. BREYER ET. AL., *Administrative law and regulatory policy*, cit., 227.

⁽²⁵⁶⁾ M. SHAPIRO, *Who Guards the Guardians*, cit., 4, ove è esposta anche la tesi per cui agenzie e corti debbano essere considerate «*two alternative and parallel structures for the administration of government programs*» (44), posto che «*both [...] exist to provide an intermediate level of specificity to which the operating decision makers can look instead of referring directly and unaided to the general statute*» (45).

⁽²⁵⁷⁾ Si veda ABBOTT LABORATORIES V. GARDNER, 387 U.S. 136 (1967): «*[...] judicial review of a final agency action by an aggrieved person will not be cut off unless there is a persuasive reason to believe that such was the purpose of the Congress*»; THOMPSON V. DEPARTMENT OF TREASURY, BUREAU OF ALCOHOL, TOBACCO AND FIREARMS,

l'operato della burocrazia secondo quanto richiesto dalla Costituzione federale ⁽²⁵⁸⁾; per converso, gli elementi di tale *review*, involgendo elementi sostanziali e procedurali dell'agire delle agenzie ⁽²⁵⁹⁾, ne hanno influenzato in maniera significativa l'esercizio delle funzioni ⁽²⁶⁰⁾, stimolando lo sviluppo di *standard* utili all'esercizio stesso del sindacato ⁽²⁶¹⁾.

Schematizzando, l'analisi del *judicial review* rispetto all'operato delle agenzie può essere sviluppata seguendo tre aree essenziali, ciascuna attinente a problematiche di distinto ma interrelato rilievo nell'elaborazione pretoria: la legittimazione ad agire (*standing*); l'ambito di sindacabilità (*scope of review*); il rispetto della clausola costituzionale del *due process of law*. Tali aree, spesso sovrapposte, intersecano a loro volta la distinzione tra *formal* e *informal rulemaking*, da un lato, e, *formal* e *informal adjudication*, dall'altro, generando giustapposizioni e commistioni dei parametri giurisdizionali in concreto impiegati non sempre capaci di rendere indicazioni univoche all'interprete.

Anche per ragioni di continenza, l'ambito regolatorio in esame consente di limitare l'inquadramento generale che segue alle prime due tra le aree sopra ricordate,

533 F.Supp. 90, (D.C. Utah 1981): «(c)ourt should find an implicit congressional intent to limit scope of judicial review only when it is abundantly clear that that is in fact present». Dal punto di vista dei limiti statuari, l'APA (5 U.S.C.A. § 701(a) (West)) esclude il sindacato giurisdizionale nelle ipotesi in cui «(1) statutes preclude judicial review, or (2) agency action is committed to agency discretion by law». Quanto alla prima ipotesi (c.d. *implicit preclusion*), si vedano SAN JUAN LEGAL SERVICES, INC. v. LEGAL SERVICES CORP., 655 F.2d 434-438 (1st Cir. 1981); BLOCK v. COMMUNITY NUTRITION INSTITUTE, 467 U.S. 340 (1984): «Whether and to what extent a particular statute precludes judicial review is determined not only from its express language, but also from the structure of the statutory scheme, its objectives, its legislative history, and the nature of the administrative action involved». Per un'analisi dei (limitati) casi rientranti nella seconda ipotesi (c.d. *explicit preclusion*), si veda S. BREYER ET AL., *Administrative Law and Regulatory Policy*, cit., 825-828; una celebre analisi circa la compatibilità con la costituzione di clausole statuarie esplicitamente preclusive si deve a H.M. HART, JR., *The Power of Congress to Limit the Jurisdiction of Federal Courts: an Exercise in Dialectic*, in *Harvard Law Review*, 1362, 1953.

⁽²⁵⁸⁾ S. BREYER ET AL., *Administrative Law and Regulatory Policy*, cit., 817: «Perhaps the idea is that the exercise of discretion by regulatory agencies is constitutionally troublesome, and that judicial review is necessary to ensure that what might otherwise be open-ended discretion is subject to at least some form of external control. On this view, the presumption of review owes its source to considerations of accountability and legislative supremacy, ideas embodied in article I, and also to rule-of-law considerations, embodied in the due process clause».

⁽²⁵⁹⁾ K.C. DAVIS, «Judicial Control of Administrative Action»: a Review, cit., 635: «The two halves of judicial control of administrative action are control of procedure and control of substantive action. One is about as important as the other, and one has spawned about as much case law as the others».

⁽²⁶⁰⁾ C.M. KERWIN, S.R. FURLONG, *Rulemaking. How Government Agencies Write Law and Make Policy*, Washington Dc, CQ Press, 2011, 249: «[t]he mere existence of the judiciary and the threat of litigation exert a powerful deterrent effect on the behavior of rulemaking bureaucracies».

⁽²⁶¹⁾ AMALGAMATED MEAT CUTTERS & BUTCHER WORKMEN OF N. AM., AFL-CIO v. CONNALLY, 337 F. Supp. 737, 759 (D.D.C. 1971): «The requirement of subsidiary administrative policy, enabling Congress, the courts and the public to assess the Executive's adherence to the ultimate legislative standard, is in furtherance of the purpose of the constitutional objective of accountability. This 1970 Act gives broadest latitude to the Executive. Certainly, there is no requirement of formal findings. But there is an on-going requirement of intelligible administrative policy that is corollary to and implementing of the legislature's ultimate standard and objective. This requirement is underscored by the consideration that the exercise of wide discretion will probably call for "imaginative interpretation," leaving the courts to see whether the executive, using its experience, "has fairly exercised its discretion within the vaguish, penumbral bounds" of the broad statutory standards».

concentrando l'attenzione sulle problematiche poste dall'ingerenza delle corti nei modi di estrinsecazione della discrezionalità delle agenzie ⁽²⁶²⁾.

La legittimazione ad agire (*law of standing*) ⁽²⁶³⁾ è riconosciuta dall'APA a qualsiasi soggetto «*suffering legal wrong because of agency action, or adversely affected or aggrieved by agency action within the meaning of a relevant statute*» ⁽²⁶⁴⁾. Secondo una prima interpretazione, tale previsione avrebbe codificato precedenti consolidati indirizzi ⁽²⁶⁵⁾, riconoscendo l'accesso a un rimedio giurisdizionale solo a chi sia portatore di un interesse giuridicamente protetto (*legal interest*) e negandolo in caso di mere lesioni di fatto della sfera giuridica individuale ⁽²⁶⁶⁾; secondo un'opposta visione, invece, la norma in questione avrebbe determinato un'espansione dell'accesso alla tutela giurisdizionale, da riconoscersi a chiunque risulti «*adversely affected in fact by agency action*» ⁽²⁶⁷⁾.

L'elaborazione giurisprudenziale ha condotto al sostanziale affermarsi di uno *standard*, noto come «*zone of interest*», in base al quale lo *standing* spetta a chiunque possa dimostrare che «*the challenged action has caused him injury in fact*» ⁽²⁶⁸⁾, e che il suo interesse sia

⁽²⁶²⁾ D'altronde, chi scrive è consapevole della complessità del sistema di *judicial review* statunitense, che presenta un'ampia varietà di sfaccettature derivanti dalla lunga stratificazione giurisprudenziale e della varietà di voci e opinioni espresse sul tema dalla scienza giuridica statunitense. Significativo, al riguardo, il monito di MATHEWS, che nota come «(t)he intricacies and vagaries of American administrative law doctrine, coupled with the difficulty of reliability assessing empirically what courts are doing in practice, make it hazardous to generalize about judicial review. [...] no one, I think, would argue that the level of unpredictability that pervades American judicial review doctrine is optimally calibrated to serve any ends»; J. MATHEWS, *Searching for Proportionality in U.S. Administrative Law*, 2015, in S. RANCHORDÁS, B. DE WAARD (a cura di), *The Judge and the Proportionate Use of Discretion: A Comparative Administrative Law Study*, Abingdon-on-Thames, Routledge, 2015.

⁽²⁶³⁾ Oltre alla disciplina normativa dell'APA richiamata nel testo, il fondamento giuridico dello *standing* risale all'articolo III, Section 2, della Costituzione degli Stati Uniti, laddove stabilisce che «[t]he judicial Power shall extend to all Cases [and] Controversies». Per un'approfondita analisi circa le radici storiche e le problematiche annesse alla «*doctrine of standing*», si veda W.A. FLETCHER, *The Structure of Standing*, in *Yale Law Journal*, 1988, 221, il quale ha evidenziato come «[a]mong the difficult questions posed by the enormous growth of administrative agencies [...] one of the most prominent was how to determine who could sue to enforce the legal duties of an agency» (225). Nella giurisprudenza della Corte Suprema, frequente è il riferimento all'opinione del giudice O'Connor in ALLEN v. WRIGHT, 468 U.S. 737 (1984), ove un richiamo a uno dei *leading case*, FLAST v. COHEN, 392 U.S. 83 (1968).

⁽²⁶⁴⁾ 5 U.S.C.A. § 702 (West).

⁽²⁶⁵⁾ Anteriormente all'emanazione dell'APA, i due *leading case* in tema di *standing* nell'ambito del controllo sull'agire amministrativo furono F.C.C. v. SANDERS BROTHERS RADIO STATION, 309 U.S. 470 (1940), e SCRIPPS-HOWARD RADIO INC. v. F.C.C., 316 U.S. 4(1942). In precedenza, la dottrina muoveva da un'idea di tipo privatistico «secondo cui la legittimazione spettava solo a persone che soffrivano di una lesione protetta dal common law», così nei fatti sottraendo dal controllo giurisdizionale larga parte dell'agire delle *agencies*; cfr. B. MARCHETTI, *Pubblica amministrazione e corti negli Stati Uniti*, cit., 169.

⁽²⁶⁶⁾ L. JAFFE, *Judicial Control*, cit., 528-530, il quale osserva che «(i)f the APA had meant to make the test grievance in fact, most of the provision becomes unnecessary» (530).

⁽²⁶⁷⁾ K.C. DAVIS, *Administrative Law Treatise*, St. Paul, West Pub. Co., 1958, 211-212; ID, «*Judicial Control of Administrative Action*»: a Review, cit., 668.

⁽²⁶⁸⁾ BARLOW v. COLLINS, 397 U.S. 159 (1970).

«arguably within the zone of interests to be protected or regulated by the statute [...] in question»⁽²⁶⁹⁾. Tale *standard*, tuttavia, tutelando posizioni soggettive identificabili solo mediante un'indagine circa la sussistenza di un danno *individuale*, ha limitato la possibilità di azionare pretese in ambiti regolatori diretti «at producing public goods and overcoming collective action problems», e cui è certo assimilabile l'area della presente ricerca⁽²⁷⁰⁾, specie ove siano in questione istanze di «members of the comparatively large group of beneficiaries who wish to complain that the agency is too lax»⁽²⁷¹⁾. Ora espandendo ora comprimendo la possibilità di azionare tali «generalized grievances», date le problematiche costituzionali poste dall'ammettere un accesso esteso a rimedi volti ad “attivare” le agenzie⁽²⁷²⁾, le corti hanno riconosciuto solo occasionalmente la legittimazione ad associazioni portatrici di interessi diffusi⁽²⁷³⁾, ribadendo comunque la possibilità per il Congresso di creare, attraverso nuovi *statutes*, «an injury for standing purposes where none previously existed by defining new legally protected interests»⁽²⁷⁴⁾.

Lo «*scope of review*» costituisce la seconda problematica cardine della riflessione intorno all'equilibrio tra corti e agenzie⁽²⁷⁵⁾. Si tratta di un tema vasto, oggetto di ampio dibattito nella scienza giuridica e di elaborazioni giurisprudenziali non agevolmente

⁽²⁶⁹⁾ ASSOCIATION OF DATA PROCESSING SERVICE ORGANIZATIONS, INC. V. CAMP, 397 U.S. 150 (1970); si veda anche NATIONAL CREDIT UNION ADMINISTRATION V. FIRST NATIONAL BANK & TRUST CO., 522 U.S. 479 (1998).

⁽²⁷⁰⁾ La regolazione macroprudenziale è infatti strumentale ad assicurare il godimento di quel particolare *public good* costituito dalla stabilità finanziaria. P.L. STRAUSS, T.D. RAKOFF, C.R. FARINA, G.E. METZGER, *Gellhorn and Byse's Administrative Law. Cases and Comments*, New York, Thomson Reuters/Foundation Press, 2011, 1234.

⁽²⁷¹⁾ *IBID*, 1235.

⁽²⁷²⁾ A. SCALIA, *The Doctrine of Standing as an Essential Element of the Separation of Powers*, in *Suffolk University Law Review*, 1983, 881: «[...] the law of standing roughly restricts courts to their traditional undemocratic role of protecting individuals and minorities against impositions of the majority, and excludes them from the even more undemocratic role of prescribing how the other two branches should function in order to serve the interest of the majority itself» (897). Sul ruolo delle corti quali *counter-majoritarian institutions*, il riferimento classico è il volume di A.M. BICKEL, *The Least Dangerous Branch: the Supreme Court at the Bar of Politics*, Indianapolis, Bobbs-Merrill Company Inc., 1962.

⁽²⁷³⁾ Tra i casi più noti si ricordano SIERRA CLUB V. MORTON, 405 U.S. 727 (1972); LUJAN V. DEFENDERS OF WILDLIFE, 504 U.S. 555 (1992); SUMMERS V. EARTH ISLAND INST., 555 U.S. 488 (2009). Nel primo caso, la corte ha riconosciuto che «(a)esthetic and environmental well-being, like economic well-being, are important ingredients of the quality of life in our society, and the fact that particular environmental interests are shared by the many rather than the few does not make them less deserving of legal protection through the judicial process», ma ha tuttavia negato la legittimazione ad agire dell'associazione ricorrente sulla base del c.d. *injury in fact test*, rilevando che questa non aveva in concreto dimostrato «that it or its members would be affected in any of their activities or pastimes». Non diversamente, in *Lujan*, la corte ha osservato che «(r)espondents did not demonstrate that they suffered an injury in fact. [...] they failed to show that one or more of their members would thereby be directly affected apart from the members' special interest in the subject», negando pertanto la sussistenza dei requisiti per godere dello *standing*.

⁽²⁷⁴⁾ WARTH V. SELDIN, 422 U.S. 490 (1975).

⁽²⁷⁵⁾ Contrastanti opinioni sull'esistenza stessa di una «law of “scope of review” of administrative determinations» si leggono rispettivamente in C. BYSE, *Scope of Judicial Review in Informal Rulemaking*, in *Administrative Law Review*, 183, 1981, ed E. GELLHORN, G.O. ROBINSON, *Perspectives in Administrative Law*, in *Columbia Law Review*, 771, 1975; per una disamina delle due posizioni, P.L. STRAUSS ET AL., *Gellhorn and Byse's*, cit., 927 ss.

intelleggibili se estrapolate dal contesto storico-politico e fattuale nel quale determinate decisioni della Corte Suprema ne hanno segnato la graduale evoluzione. Ci si limiterà pertanto a richiamare alcune tra le principali pronunce utili in questa sede, e a segnalare i principali nodi interpretativi.

Il *framework* normativo di riferimento per le corti è rappresentato dalla *Section 706* dell'APA ⁽²⁷⁶⁾, che organizza il riesame giurisdizionale *sostanziale* dell'azione amministrativa intorno a profili fattuali, giuridici e di *policy* ⁽²⁷⁷⁾. A ciascuno si riconducono rispettivamente tre quesiti generali: in quali casi e in che misura le corti possono riconsiderare le circostanze fattuali, spesso correlate a saperi di tipo tecnico o scientifico, assunte a riferimento da un'agenzia nell'adozione o nell'applicazione di regole generali o particolari? Quale grado di deferenza (e in quali occasioni) deve essere riconosciuto al modo in cui un'agenzia *interpreta* un certo plesso normativo del quale le sia stato affidato il "governo", posto che spetta in linea generale alla funzione giudiziaria il compito di attribuire significato alle norme e che, tuttavia, la funzione di esecuzione consta intrinsecamente del dare contenuto a precetti generali e astratti beneficiando di una particolare posizione di vantaggio "informativo"? Entro quali limiti, infine, risulta possibile sindacare una data scelta di *policy*, espressione di una tra più opzioni ragionevolmente possibili in esito a un'interpretazione data?

Sebbene rispondano a una piana e schematica lettura delle modalità di concreto esercizio del potere amministrativo ⁽²⁷⁸⁾, tali tre quesiti hanno trovato riscontro in una prassi giurisprudenziale non sempre altrettanto lineare: nel reagire alle fattispecie in concreto sottoposte al proprio vaglio, le corti hanno spesso dato vita a problematiche

⁽²⁷⁶⁾ 5 U.S.C.A. § 706 (West). «*To the extent necessary to decision and when presented, the reviewing court shall decide all relevant questions of law, interpret constitutional and statutory provisions, and determine the meaning or applicability of the terms of an agency action. The reviewing court shall [...] hold unlawful and set aside agency action, findings, and conclusions found to be (A) arbitrary, capricious, an abuse of discretion, or otherwise not in accordance with law; (B) contrary to constitutional right, power, privilege, or immunity; (C) in excess of statutory jurisdiction, authority, or limitations, or short of statutory right; (D) without observance of procedure required by law; (E) unsupported by substantial evidence in a case [to be] reviewed on the record of an agency hearing provided by statute; or (F) unwarranted by the facts to the extent that the facts are subject to trial de novo by the reviewing courts.*

⁽²⁷⁷⁾ Come osserva STRAUSS, «[s]ub-paragraphs (E), (F) and, in part, (A) suggest three different standards for review of agency conclusions of fact. Sub-paragraphs (B), (C) and (D), as well as the introductory sentence to Section 706, address review of agency conclusions of law. Sub-paragraph (A) speaks to review of an agency's judgment, its exercise of the discretion conferred on it by law in a particular state of facts»; P.L. STRAUSS, *An Introduction to Administrative Justice*, cit., 244.

⁽²⁷⁸⁾ Come nota infatti MARCHETTI a proposito dell'organizzazione tripartita delle problematiche del *judicial review* sostanziale indicata nel testo, «*se si analizza nella sua essenza il potere amministrativo, risultano fisiologicamente presente un momento di interpretazione dello statute [...], uno di accertamento ed acquisizione dei fatti, ed uno in cui la agency applica discrezionalmente la normativa alla situazione fattuale sussunta nel caso di specie*»; cfr., B. MARCHETTI, *Pubblica amministrazione e corti negli Stati Uniti*, cit., 202.

sovrapposizioni, notevolmente influenzate sia dalle diverse inclinazioni ideologiche di tempo in tempo prevalenti che da più generali approcci interpretativi ⁽²⁷⁹⁾.

Il riscontro degli elementi *fattuali* assume una gradazione differente alla luce dei diversi *standard* codificati nell'APA, rispettivamente gravitanti attorno a due poli: un riesame completo del *fact-finding* attraverso l'impiego di un modello *trial-type*; l'applicazione di un parametro di ragionevolezza rispetto alle valutazioni svolte dall'agenzia.

I casi nei quali la verifica giurisdizionale debba consistere in un completo e indipendente riesame dell'intero insieme di circostanze oggetto di considerazione da parte dell'agenzia (c.d. *de novo review*) risultano particolarmente rari e prevalentemente riferiti all'attività di *adjudication*: secondo un indirizzo consolidato, infatti, «*de novo review [...] is authorized by s 706(2) (F) in only two circumstances. [...] when the action is adjudicatory in nature and the agency factfinding procedures are inadequate. And, [...] when issues that were not before the agency are raised in a proceeding to enforce nonadjudicatory agency action*» ⁽²⁸⁰⁾.

Per contro, la più frequente verifica circa la sussistenza di una *substantial evidence* che supporti le determinazioni di un'agenzia chiamata a decidere «*on the record*» nell'ambito di procedimenti *formali* di *rulemaking* e *adjudication* è condotta mediante un *test* di ragionevolezza. Nell'applicarlo, le corti valutano se una decisione sia stata basata «*on a consideration of the relevant factors and whether there had been a clear error in judgment*» ⁽²⁸¹⁾, ovvero se, al contrario, l'agenzia si sia erroneamente basata «*on factors Congress had not intended it to consider, entirely failed to consider an important aspect of the problem, offered an explanation for its decision that runs counter to the evidence before it or so implausible that it could not be ascribed to a difference in view or a product of agency expertise*» ⁽²⁸²⁾.

Si noti peraltro che la differenza tra tale *test* e quello che guida lo *scope of review* delle corti nel caso di procedure *informali*, prevalenti nella prassi burocratica, è di fatto venuta

⁽²⁷⁹⁾ Si pone mente, in particolare, al diverso approccio interpretativo seguito dai *justices* Scalia e Breyer, e a come questo conflitto ha influenzato per decenni la tematica della *review of discretion*. In argomento, si veda il recente lavoro di S. ALLEN CLAYTON, *Judicial Review of Administrative Discretion. How Justice Scalia and Breyer Regulate the Regulators*, LFB Scholarly Publishing LLC, El Paso, 2015.

⁽²⁸⁰⁾ CITIZENS TO PRESERVE OVERTON PARK V. VOLPE, 401 U.S., 415 (1971). Si vedano anche, CAMP V. PITTS, 411 U.S. 138, (1973); NVE, INC. V. DEPARTMENT OF HEALTH AND HUMAN SERVICES, 436 F.3d 182 (3d Cir. 2006).

⁽²⁸¹⁾ SIERRA CLUB V. HANKINSON, 939 F. Supp. 865 (N.D. Ga. 1996): «*Administrative Procedure Act's (APA) standard of review is narrow and presumes that agency action is valid, but does not shield agency action from thorough, probing, in-depth review; APA does not give court power to substitute its judgment for that of agency, but does allow court to consider whether decision was based on consideration of relevant factors and whether there has been clear error of judgment*».

⁽²⁸²⁾ MOTOR VEHICLE MANUFACTURERS ASSOCIATION OF THE U.S. V. STATE FARM MUTUAL AUTOMOBILE INSURANCE CO., 463 U.S. 29 (1983). Su tale caso, J.L. MASHAW, *The Story of Motor Vehicle Manufacturers Association of the U.S. v. State Farm Mutual Automobile Insurance Co.: Law, Science and Politics in the Administrative State*, in P.L. STRAUSS a cura di, *Administrative Law Stories*, New York, Foundation Press, 2006.

meno. Lo *standard* semanticamente distinto ma concettualmente affine dell'*arbitrary or capricious test* indicato dall'APA è stato infatti inteso in senso sostanzialmente sovrapponibile al *substantial evidence test* ⁽²⁸³⁾, costituendo il precipitato di una *catch-all provision* capace di ricomprendere ogni «*administrative misconduct not covered by the other more specific paragraphs*» ⁽²⁸⁴⁾. In una delle pronunce più frequentemente citate, è stata quindi prospettata la necessità di procedere a un controllo penetrante e incisivo degli accertamenti fattuali operati dalle agenzie anche in relazione a procedimenti non «*on the record*», che non si limiti a «*rubber-stamp the agency decision as correct*», ma a effettuare «*a “substantial inquiry” into the facts, one that is “searching and careful” [...] particularly in highly technical cases [...] to penetrate to the underlying decisions of the agency, to satisfy itself that the agency has exercised a reasoned discretion, with reasons that do not deviate from or ignore the ascertainable legislative intents*» ⁽²⁸⁵⁾.

Quanto al secondo ambito, afferente alle *questions of law* ⁽²⁸⁶⁾, è noto che lo spartiacque ⁽²⁸⁷⁾ nella definizione dello *standard* generale di controllo giudiziale è stato segnato dalla decisione resa nel caso *Chevron* ⁽²⁸⁸⁾, che ha sancito un nuovo equilibrio nella

⁽²⁸³⁾ Il concetto è sviluppato dal giudice A. SCALIA in una nota *opinion* resa nel caso ASSOCIATION OF DATA PROCESSING SERVICE ORGANIZATIONS, INC. v. FEDERAL RESERVE SYSTEM, 745 F.2d 677 (1984): «*in their application to the requirement of factual support the substantial evidence test, and arbitrary or capricious test are one and the same. The former is only a specification of the latter. [...] When the arbitrary and capricious standard is performing that function of assuring factual support, there is no substantive difference between what it requires and what would be required by the substantial evidence tests*». Sostanzialmente di eguale avviso, R.J. PIERCE, S.A. SHAPIRO, P.R. VERKUIL, *Administrative Law and Process*, New York, Foundation Press, 1999, 368.

⁽²⁸⁴⁾ IBIDEM.

⁽²⁸⁵⁾ ETHYL CORP. v. ENVIRONMENTAL PROTECTION AGENCY, 541F.2d 1, 20-24 (D.C. Cir. 1976).

⁽²⁸⁶⁾ Come nota STRAUSS, «(w)hile “questions of law” in general include common law (or judge-made law) as well as statutory issues, in the administrative context questions of law almost invariably pertain to issues of statutory meaning»; P.L. Strauss, *Administrative Justice*, cit., 471.

⁽²⁸⁷⁾ Anteriormente al caso *Chevron*, si registrava un sostanziale conflitto negli orientamenti della Corte Suprema. Un primo gruppo di casi era orientato nel riconoscere una significativa *deference* verso le interpretazioni elaborate dalle agenzie, riconoscendo la ragionevolezza quale limite ultimo (ad es., ROCHESTER TELEPHONE CORP. v. UNITED STATES, 307 U.S. 125, 146 (1939); GRAY v. POWELL, 314 U.S. 402, 411 (1941); NATIONAL LABOR RELATIONS BOARD v. HEARST PUBLICATIONS, 322 U.S. 111 (1944)). Un secondo insieme di pronunce, invece, sosteneva una posizione meno incline a riconoscere tale deferenza, sottolineando di frequente il ruolo delle corti quali «*final authorities on issues of statutory construction. They must reject administrative constructions of a statute [...] that are inconsistent with the statutory language or that frustrate the policy that Congress sought to implement*»; si vedano, tra le altre, DAVIES WAREHOUSE CO. v. BOWLES, 321 U.S. 144 (1944), NATIONAL LABOR RELATIONS BOARD v. BELL AEROSPACE, 416 U.S. 267 (1974); FEC v. DEMOCRATIC SENATORIAL CAMPAIGN COMM., 454 U.S. 27, 32 (1981); ALCOA v. CENTRAL LINCOLN PEOPLE'S UTIL. DIST., 467 U.S. 380 (1984). Per una disamina, S. BREYER ET AL., *Administrative Law and Regulatory Policy*, cit., 273-282.

⁽²⁸⁸⁾ CHEVRON U.S.A., INC. v. NATURAL RESOURCES DEFENSE COUNCIL, INC., 467 U.S. 837 (1984). Sull'importanza del caso *Chevron*, evidentemente oggetto di una vastissima letteratura, si vedano almeno M.B. GARLAND, *Deregulation and Judicial Review*, in Harvard Law Review, 505, 1985; C.R. FARINA, *Statutory Interpretation and the Balance of Power in the Administrative State*, in Columbia Law Review, 1989, 452; R.J. PIERCE, JR., *Chevron and Its Aftermath: Judicial Review of Agency Interpretations of Statutory Provisions*, in Vanderbilt Law Review, 1988, 301; C.R. SUNSTEIN, *Law and Administration After Chevron*, in Columbia Law Review, 1990,

distribuzione «*of national powers among courts, Congress and administrative agencies*»⁽²⁸⁹⁾, proponendo un'articolazione del processo di scrutinio sulla base di un *two-step test*. Nel primo passaggio, l'organo giudicante valuta se il Congresso ha preso esplicitamente in considerazione (*directly spoken to*) la questione controversa. Ove ciò non sia avvenuto, e quindi la legge risulti «*silent or ambiguous with respect to the specific issue*», la corte non può imporre una propria interpretazione, ma deve chiedersi se la posizione assunta dall'agenzia sia basata «*on a permissible construction of the statute*»⁽²⁹⁰⁾.

Chevron ha segnato l'affermarsi di una sostanziale *deference* delle corti verso l'attività interpretativa delle agenzie: gli esiti di quest'ultima andrebbero infatti rispettati non soltanto nelle ipotesi in cui le *agencies* ricevano esplicitamente dal Congresso la delega a interpretare, tramite la propria attività esecutiva, determinati precetti normativi, ma anche (e soprattutto) laddove tale delega risulti *implicita* a fronte di silenzi o ambiguità del testo⁽²⁹¹⁾, posto che «*those with great expertise and charged with responsibility for administering the provision would be in a better position to do so*»⁽²⁹²⁾. Al contempo, il parametro di ragionevolezza oggetto di valutazione nel secondo passaggio dello *Chevron-test* è venuto ravvicinandosi all'*arbitrary and capricious standard*⁽²⁹³⁾, così da un lato sbiadendo la linea di demarcazione tra *facts* e *law*, e, dall'altro, in certo modo sconfinando entro le valutazioni di *policy* delle agenzie⁽²⁹⁴⁾.

Non a caso, la giurisprudenza successiva ha segnato un andamento altalenante rispetto all'impostazione adottata con *Chevron*, proponendo letture ora “forti” ora

2071; S.A. SHAPIRO, R.E. LEVY, *Judicial Incentives and Indeterminacy in Substantive Review of Administrative Decisions*, Duke Law Journal, 1995, 1049; C.R. SUNSTEIN, *Beyond Marbury: The Executive's Power to Say What the Law Is*, in Yale Law Journal, 2580, 2006. Per alcune riflessioni della scienza giuridica italiana, si vedano C. CARLI, *Il caso Chevron. Interpretazione del giudice e interpretazione dell'amministrazione negli Stati Uniti*, in Riv. trim. dir. pubbl., 1995, 959; L. GIANI, *Spunti di riflessione in tema di controllo della discrezionalità tratti dall'ordinamento giuridico statunitense*, in Diritto Amministrativo, 1996, 769.

⁽²⁸⁹⁾ C.R. SUNSTEIN, *Law and Administration After Chevron*, cit., 2075.

⁽²⁹⁰⁾ *IBID*, 2781-2783. Nel caso di specie, a esito del *two-step test*, la corte ha concluso affermando che «*the Administrator's interpretation represents a reasonable accommodation of manifestly competing interests and is entitled to deference: the regulatory scheme is technical and complex, the agency considered the matter in a detailed and reasoned fashion, and the decision involves reconciling conflicting policies. [...] The responsibility for assessing the wisdom of such policy choices and resolving the struggle between competing views of the public interest are not judicial ones [...]*».

⁽²⁹¹⁾ T.W. MERRILL, K.E. HICKMAN, *Chevron's Domain*, in Georgetown Law Journal, 2001, 833.

⁽²⁹²⁾ *CHEVRON U.S.A., INC. V. NATURAL RESOURCES DEFENSE COUNCIL, INC.*, cit., 865.

⁽²⁹³⁾ Lo nota C.R. SUNSTEIN, *Law and Administration After Chevron*, cit., 2105: «*On the question of reasonableness, it seems clear that the agency must be given considerable latitude. But this is not to say that the agency may do whatever it wishes. The reasonableness inquiry should probably be seen as similar to the inquiry into whether the agency's decision is "arbitrary" or "capricious" within the meaning of the APA*».

⁽²⁹⁴⁾ S. BREYER ET AL., *Administrative Law and Regulatory Policy*, cit., 359: «*[...] there is a great deal of confusion about what step two actually entails. [...] is the inquiry focused on the reasonableness of the agency's understanding of the statute's meaning or the reasonableness of the agency's policy choice? [...] This [...] would make it very close to, perhaps indistinguishable from, judicial review of agency policy choices under the "arbitrary and capricious" test [...]*».

“deboli” di ciascuno dei passaggi indicati dalla Corte ⁽²⁹⁵⁾. Per un verso, alcune pronunce hanno cercato di circoscrivere la portata di questo “scomodo” precedente coniando la categoria delle «*pure questions of law*» come distinte dalle «*mixed questions of law and fact*», sì da recuperare margini di esclusivo sindacato, in relazione alle prime, nell’ambito del *first step* ⁽²⁹⁶⁾. Per altro verso, e accedendo alle problematiche poste dal *second step*, le corti hanno fatto talvolta ricorso a un *test* di ragionevolezza delle interpretazioni proposte dalle agenzie particolarmente rigoroso, spesso prossimo a “sconfinare” in una riconsiderazione delle scelte di *policy* alle stesse rimesse ⁽²⁹⁷⁾. A sua volta, la scienza giuridica ha cercato di ricomporre tale quadro interrogandosi sulla portata effettiva di *Chevron* (c.d. «*step zero*»), nel tentativo di rispondere a «*the initial inquiry into whether the Chevron framework applies at all*» ⁽²⁹⁸⁾.

Quanto all’elaborazione afferente al terzo dei quesiti che gravitano attorno alla problematica dello *scope of review*, inerente i limiti del sindacato giurisdizionale rispetto alle scelte discrezionali delle agenzie, l’elaborazione giurisprudenziale è giunta solo negli anni ’60 del secolo scorso a un orientamento noto come «*hard look*» ⁽²⁹⁹⁾. Nel *leading case State Farm*, la Corte Suprema ha affermato che sebbene «*the scope of review under the “arbitrary and capricious” standard is narrow and a court is not to substitute its judgment for that of the agency [...], the agency must examine the relevant data and articulate a satisfactory explanation for its action including a “rational connection between the facts found and the choice made”*» ⁽³⁰⁰⁾. Sulla base di tale precedente, le corti provvedono quindi a un *substantive review* delle scelte discrezionali, vagliando la coerenza tra queste e le specifiche ragioni addotte dalle agenzie: come si è notato, *State*

⁽²⁹⁵⁾ Per una ricostruzione, C. CARLI, *Il caso Chevron*, cit., spec. 980 ss.

⁽²⁹⁶⁾ Si veda, ad esempio, *IMMIGRATION AND NATURALIZATION SERVICE V. LUZ MARINA CARDOZA-FONSECA*, 480 U.S. 421 (1987), ove la corte ha riservato al proprio giudizio la «*pure question of statutory construction*» ritenuta rilevante nel caso di specie. Ulteriori tentativi di “recuperare” un margine di controllo sono indicati nelle pronunce rese in *FDA V. BROWN & WILLIAMSON TOBACCO CORP.*, 529 U.S. 120 (2000), e *BABBITT V. SWEET HOME CHAPTER OF CMTYS. FOR A GREAT OR.*, 515 U.S. 687 (1995), da C.R. SUNSTEIN, *Chevron Step Zero*, in *Virginia Law Review*, 2006, 187, nt. 13.

⁽²⁹⁷⁾ B. MARCHETTI, *Pubblica amministrazione e corti negli Stati Uniti*, cit., 221.

⁽²⁹⁸⁾ C.R. SUNSTEIN, *Chevron Step Zero*, cit., 191.

⁽²⁹⁹⁾ In origine, l’idea di *hard look* era riferita non già all’operato delle corti ma a quello delle agenzie stesse. Lo si nota in *GREATER BOSTON TELEVISION CORP. V. FCC*, 444 F.2d 841 (D.C. Cir. 1970): «*Its supervisory function calls on the court to intervene not merely in case of procedural inadequacies [...] but more broadly if the court becomes aware, especially from a combination of danger signals, that the agency has not really taken a “hard look” at the salient problems, and has not genuinely engaged in reasoned decision-making*»; si veda anche *NATIONAL LIME ASSOCIATION V. EPA*, 627 F.2d 416, 451 (D.C. Cir. 1980).

⁽³⁰⁰⁾ *MOTOR VEHICLE MANUFACTURERS ASSOCIATION OF THE U.S. V. STATE FARM MUTUAL AUTOMOBILE INSURANCE CO.*, 463 U.S. 29 (1983).

Farm ha segnato un trasferimento del fuoco dello scrutinio giudiziale «dal risultato dell'azione amministrativa al rapporto tra questa decisione e le sue premesse logiche» ⁽³⁰¹⁾.

A conclusione di tale sintetica rassegna, preme evidenziare come larga parte della descritta giurisprudenza della Corte Suprema ha lambito solo marginalmente l'area della regolazione finanziaria. Come è stato segnalato, in effetti, decisioni della banca centrale e, più in generale, delle agenzie di regolazione finanziaria connotate da elevata complessità tecnica sono state raramente soggette a uno scrutinio *ex post* ⁽³⁰²⁾. In tali casi, le corti hanno comunque tradizionalmente mostrato un significativo livello di deferenza applicando in maniera stringente le indicazioni di *Chevron* ⁽³⁰³⁾, fatte salve ipotesi nelle quali l'applicazione di uno stesso *statute* rientrasse nel *remit* di più agenzie ⁽³⁰⁴⁾.

Particolarmente indicativo, in tal senso, è stato l'orientamento adottato dalla Corte Suprema nel *leading case* in materia di credito al consumo *Milbollin*, nel quale i *justices* hanno riconosciuto all'unanimità la necessità di attribuire «a high degree of deference to the FRB staff's consistent administrative interpretation», giungendo persino ad affermare che «wholly apart from jurisprudential considerations or congressional intent, deference to the Federal Reserve is compelled by necessity» ⁽³⁰⁵⁾. In maniera ancor più significativa, in un caso relativo all'applicazione del Bank Holding Act, la Corte ha riconosciuto che l'interpretazione data dal *board* a una particolare previsione dello *statute* pertinente nel caso di specie meritava «the greatest deference» ⁽³⁰⁶⁾. Nel fare ciò, la Corte non ha mancato di richiamare un più risalente precedente nel quale Justice Rutledge ebbe a osservare quanto segue:

Not only because Congress has committed the system's operation to their hands, but also because the system itself is a highly specialized and technical one, requiring expert and coordinated management in all its phases, I think their judgment should be conclusive upon any matter which, like this one, is open to reasonable difference of opinion. Their specialized experience gives them an advantage judges cannot possibly have, not only in dealing with the problems raised for their discretion by the system's working, but also in ascertaining the meaning Congress had in mind in prescribing the standards by which they

⁽³⁰¹⁾ B. MARCHETTI, *Pubblica amministrazione e corti negli Stati Uniti*, cit., 244.

⁽³⁰²⁾ G.E. METZGER, *Through the Looking Glass*, cit., 133.

⁽³⁰³⁾ Nella giurisprudenza delle corti minori si veda, di recente, *NACS v. BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM*, 746 F.3d 474, 409 U.S. App. D.C. 73 (2014).

⁽³⁰⁴⁾ Tra i precedenti più noti, in tal senso, *BOWEN v. AM. HOSP. ASSOCIATION*, 476 U.S. 610 (1986); *COLLINS v. NATIONAL TRANSPORTATION SAFETY BOARD*, 351 F.3d 1246 (2003). Nell'ambito della regolazione finanziaria, *DeNAPLES v. OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY*, 706 F.3d 481 (2013).

⁽³⁰⁵⁾ *FORD MOTOR CREDIT COMPANY ET AL. v. D. MILHOLLIN ET AL.*, 444 U.S. 555 (1980).

⁽³⁰⁶⁾ *BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM v. INVESTMENT COMPANY INSTITUTE*, 450 U.S. 46 (1981).

should administer it. Accordingly, their judgment in such matters should be overturned only where there is no reasonable basis to sustain it or where they exercise it in a manner which clearly exceeds their statutory authority ⁽³⁰⁷⁾.

Si vedrà adesso in che modo la decisione nel caso *MetLife* ha posto in discussione tale tradizionale deferenza misurandosi in maniera problematica con i temi sin qui discussi in chiave generale, e introducendo stringenti obblighi di *reasoning* in capo al FSOC che contrastano in maniera evidente con la *ratio* stessa dell'approccio macroprudenziale promosso dal legislatore statunitense.

5.2 Il caso MetLife e la *cost-benefit analysis*

La designazione di MetLife quale intermediario sistemico da parte del FSOC ha originato una prima - e sinora unica - controversia giudiziale in ordine all'operato dell'autorità macroprudenziale. La decisione della corte distrettuale adita ⁽³⁰⁸⁾, divenuta definitiva a seguito della rinuncia all'appello proposto dal FSOC, ha messo in luce alcuni limiti procedurali e sostanziali delle prassi di designazione sinora seguite. La vicenda processuale ha inoltre posto in discussione i caratteri portanti dell'apparato istituzionale e regolatorio in esame, proponendo alcuni interrogativi circa la legittima concentrazione di significativi poteri in capo a un'unica *superagency*.

Nell'introdurre il giudizio, la difesa di MetLife ha sollevato diversi argomenti a sostegno della propria richiesta di annullamento della designazione, riferendosi tanto al carattere «*arbitrary and capricious*» di questa, quanto all'incostituzionalità delle attribuzioni dell'autorità macroprudenziale.

Sotto il primo versante, la società ha lamentato la sua errata qualificazione come *nonbank financial institution*, considerato che circa un terzo dei suoi *asset* e introiti è riconducibile ad attività di tipo assicurativo svolte al di fuori degli Stati Uniti. La designazione sarebbe risultata inoltre “prematura” in considerazione *i)* della mancata promulgazione da parte del FRB, all'epoca dell'instaurazione della controversia, dei requisiti prudenziali rafforzati per le *nonbank* e delle ipotesi di esenzione dall'assoggettamento a tali *standard* secondo quanto previsto dal Dodd-Frank, e *ii)* della mancata adozione, da parte del FSOC, di regole standardizzate per il processo di

⁽³⁰⁷⁾ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM V. AGNEW, 329 U.S. 441 (1974).

⁽³⁰⁸⁾ METLIFE, INC. V. FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL, No. 15-45 (D.D.C. Jan. 13, 2015).

designazione idonee ad assicurare un trattamento omogeneo delle imprese potenzialmente interessate.

Ad avviso della parte ricorrente, ancora, l'autorità macroprudenziale non avrebbe vagliato le possibili alternative alla designazione, tra cui, in particolare, l'esercizio del potere di raccomandazione al *primary regulator* di riferimento, né avrebbe fornito alcuna *reasoned explanation* al riguardo, contrariamente allo *standard* di ragionevolezza stabilito in *State Farm* ⁽³⁰⁹⁾. Il FSOC non avrebbe inoltre provveduto a effettuare un'analisi della vulnerabilità di MetLife, ovvero del suo poter costituire *in concreto* una minaccia alla stabilità sistemica, né avrebbe rispettato i criteri per la designazione previsti dal Dodd-Frank sia in sede di *rulemaking* che, per l'effetto, nella successiva esecuzione delle proprie regole applicative e interpretative ⁽³¹⁰⁾. La decisione adottata sarebbe stata infine basata su una serie di assunti infondati e indimostrati dai quali non sarebbe stato affatto possibile inferire la rischiosità sistemica dell'attività dell'impresa, e non avrebbe adeguatamente ponderato gli effetti economici del suo esito in termini di svantaggio competitivo e perdita di valore per gli *stakeholders*.

Dal punto di vista costituzionale, MetLife ha lamentato la violazione del principio di separazione dei poteri, osservando che il Consiglio «*blends - in a single body [...] - all three powers of government*» ⁽³¹¹⁾, e che le diverse funzioni a esso attribuite sono svolte senza alcuna forma di separazione organica. Sulla scia di tale ultima considerazione, l'intermediario ha quindi allegato la presunta violazione della *due process clause*, posto che (i) la designazione costituiva il risultato di un «*adversarial process in which the same people who designated the Company made the decision to identify it as a candidate for designation in the first instance, collected the evidence, and also built the case for designation*», (ii) il FSOC non aveva chiarito il modo in cui avrebbe

⁽³⁰⁹⁾ Complaint METLIFE, INC. v. FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL, 46.

⁽³¹⁰⁾ Il passaggio nel ricorso di MetLife (*ibid*, 50) risulta particolarmente significativo in quanto evidenzia il rapporto tra indicazioni statutarie, esito dell'attività di *rulemaking* e successiva *adjudication*: «(b) *superimposing its own regulatory criteria on the Section 113(a)(2) factors, FSOC reduced Congress's eleven-factor, company-specific inquiry into a generalized, high-level analysis focused overwhelmingly on an entity's size and purported interconnectedness with other market participants—factors that, considered alone, would lead to the designation of virtually any large financial company. The Final Designation amplified the foregoing errors in the Final Rule and Interpretive Guidance by merely reciting the statutory factors and acknowledging general data from the evidentiary record pertaining to those factors without meaningfully addressing those data or their bearing on systemic risk or the appropriateness of MetLife's designation.*»

⁽³¹¹⁾ *Ibid*, 73, laddove si evidenzia inoltre che: «*FSOC members perform a legislative function by adopting rules that purport to set the standards used to determine whether to designate companies; an executive and prosecutorial function by proposing companies to be subject to the standards they have promulgated, investigating those companies, and building the case for designation; and an adjudicative function by issuing final decisions adopting their own proposed rationales.*» L'eccezione è inoltre ribadita rispetto alla costituzionalità della stessa assegnazione di tali poteri al FSOC, *ibid*, 76: «*By lodging these functions within the same agency and failing to provide for any division of these competences between and among FSOC's ten voting and five non-voting members or discrete divisions or staffs within the agency, the Dodd-Frank Act violates the constitutional separation of powers.*»

provveduto a bilanciare i diversi fattori oggetto di considerazione in sede di designazione, (iii) l'impresa non aveva potuto avere accesso alla documentazione completa utilizzata per l'adozione della decisione finale ⁽³¹²⁾, e, infine, (iv) quest'ultima era stata assunta anche sulla base di valutazioni non riportate all'interno dell'antecedente *notice of proposed determination*, in violazione del contraddittorio procedimentale.

L'*opinion* del giudice Collyer ha riconosciuto il carattere *arbitrary and capricious* della decisione contestata sulla base di alcuni degli argomenti prospettati dall'intermediario assicurativo, ponendo tuttavia di canto le obiezioni di tipo costituzionale e non procedendo alla trattazione di molti dei profili di doglianza sollevati dalla parte ricorrente che pur avrebbero suscitato particolare interesse anche ai fini di questo studio.

La corte distrettuale ha revocato la designazione sulla base di due argomenti: per un verso, affermando che il FSOC aveva ignorato o comunque mutato il proprio precedente orientamento interpretativo relativo ai criteri di determinazione della rischiosità sistemica di una *nonbank financial institution*; per altro verso, rilevando che il FSOC si era soffermato in maniera prevalente sui presunti benefici derivanti dalla designazione, ignorando i costi che da questa sarebbero scaturiti per l'impresa interessata.

Con riguardo al primo argomento, la corte ha scorto una discrepanza tra quanto indicato nella *guidance* del FSOC in materia di designazione e quanto in concreto valutato per MetLife. Nella pronuncia si è osservato che le indicazioni interpretative codificate all'interno della *guidance* suddividono in due gruppi distinti i criteri di analisi, rispettivamente volti gli uni (dimensione, sostituibilità e interconnessione) a valutare l'impatto sull'economia derivante da una crisi dell'intermediario, e gli altri (leva, rischio di liquidità e *maturity mismatch*) a misurarne la vulnerabilità. A giudizio della corte, tuttavia, nel designare MetLife, il FSOC avrebbe utilizzato entrambe le classi di criteri *solo* per valutare gli effetti potenziali di una sua crisi, così contraddicendo le proprie iniziali determinazioni e non rendendo note le ragioni di tale (mutata) interpretazione.

A parere della corte, ancora, il FSOC non avrebbe indicato in maniera sufficientemente esaustiva il modo in cui una crisi di MetLife avrebbe potuto in concreto avere un impatto negativo sulle sue controparti e sul mercato finanziario nel suo complesso: la determinazione del FSOC sarebbe stata cioè fondata su una serie di assunti

⁽³¹²⁾ *Ibid*, 73-74. MetLife aveva inoltre tentato di accedere alla documentazione attraverso la legislazione in materia di *freedom of information* anche in relazione ai casi di altri intermediari assicurativi designati come sistemici.

privi di adeguata dimostrazione e basati sull'idea generale che un dissesto dell'intermediario avrebbe avuto conseguenze tali da danneggiare l'economia. L'autorità non avrebbe cioè prospettato in alcun modo «*what the losses would be, which financial institutions would have to actively manage their balance sheets, or how the market would destabilize as a result*»⁽³¹³⁾; in tal senso, la decisione finale avrebbe ancora una volta costituito «*a change in policy, one that was neither acknowledged nor explained in the Final Determination, and which was therefore arbitrary and capricious*»⁽³¹⁴⁾.

In seconda battuta, la corte ha criticato la mancata considerazione da parte del regolatore macroprudenziale dei costi imposti tramite la designazione all'impresa interessata. Si tratta di un punto nodale della decisione, che contraddistingue in maniera emblematica l'estensione del sindacato di legittimità della corte interessata. Affermando la necessità di rapportare costi e benefici del processo e degli esiti della designazione, il giudice Collyer ha congiunto l'orientamento espresso in una recente decisione della Corte Suprema in materia di regolazione ambientale⁽³¹⁵⁾ con una lettura di quella previsione del Dodd-Frank Act che richiede di considerare - in sede di designazione e quale ultimo criterio suppletivo - «*any other risk-related factors that the Council deems appropriate*»⁽³¹⁶⁾. Nella pronuncia si afferma che tale riferimento testuale sarebbe sufficiente a includere nel processo di designazione - e in linea con *Michigan* - un elemento di sicuro rilievo per i processi regolatori in genere, quale il costo per l'impresa interessata: per sua natura, infatti, il costo rappresenterebbe «*an important aspect of the problem*», la sua valutazione indicherebbe la capacità di un'agenzia di individuare «*the advantages and the disadvantages of [its] decisions*»⁽³¹⁷⁾, e, nel caso di specie, il FSOC non avrebbe affatto tenuto conto della circostanza che proprio l'imposizione di «*billions of dollars in cost could actually make MetLife more vulnerable to distress*»⁽³¹⁸⁾.

Così sinteticamente riassunta, la pronuncia della corte distrettuale presenta non pochi elementi critici, la cui enucleazione è utile a evidenziare la difficile e incostante ricerca di un equilibrio tra l'efficace dispiegarsi di funzioni regolatorie connotate da elevatissima complessità tecnica, le esigenze costituzionali di controllo giurisdizionale

⁽³¹³⁾ METLIFE, INC. V. FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL, cit., 237 (enfasi come nel testo).

⁽³¹⁴⁾ IBID, 238.

⁽³¹⁵⁾ MICHIGAN V. ENVIRONMENTAL PROTECTION AGENCY, 135 U.S., 192 L.Ed.2d 674 (2015).

⁽³¹⁶⁾ 12 U.S.C.A. § 5323(a)(2)(K) (West). V. *supra*, § 4.2.2.

⁽³¹⁷⁾ METLIFE, INC. V. FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL, cit., 241, citando la Corte Suprema in MICHIGAN. Si afferma quindi che «*cost must be balanced against benefit because "no regulation is 'appropriate' if it does significantly more harm than good*».

⁽³¹⁸⁾ IBID.

sull'operato delle agenzie preposte, e gli strumenti a disposizione delle corti per esercitare un sindacato intrusivo rispetto ad attività discrezionali implicanti la ponderazione di una pluralità di interessi.

In primo luogo, si osserva che il precedente di *Michigan* è ritenuto rilevante nel caso di specie nonostante fosse riferito all'adozione di varie misure regolatorie in materia ambientale in esito a un procedimento di *rulemaking*, e, pertanto, non nell'ambito di un'attività di *adjudication* quale quella in questione in *MetLife* ⁽³¹⁹⁾. Inoltre, valorizzando la natura vincolante delle *interpretative guidance* del FSOC alla luce della procedura di *notice and comment* da questo seguita per la loro adozione, la *lower court* sembra aver di fatto imposto all'agenzia la necessità di ricorrere a una procedura formalizzata di *rulemaking* per mutare i propri orientamenti di *policy*, ponendosi in una linea di discontinuità con quell'insegnamento della Corte Suprema che vieta alle corti di oberare le *agencies* con obblighi procedurali ulteriori rispetto a quelli derivanti dall'APA ⁽³²⁰⁾.

In secondo luogo, e in linea con quanto appena rilevato, la lettura dell'orientamento fornito in *Michigan* sembra non aver tenuto in adeguata considerazione il rilievo che la Corte Suprema aveva ivi attribuito allo specifico contesto legislativo in materia ambientale. Dall'orientamento della corte distrettuale si desumerebbe che, sulla base di *Michigan*, ogni qualvolta un testo normativo richiede a un'agenzia di considerare, in via generale, l'appropriatezza di una determinata misura, ciò comporti automaticamente la valutazione del rapporto costi-benefici. Al contrario, il Dodd-Frank Act si distingue significativamente dal *Clean Air Act* interpretato in *Michigan*, poiché, con la *catch-all provision* in questione, la legge «*intended to make clear that the FSOC is free to consider other risk-related considerations beyond those provided in the statute, not require[d] to do so*» ⁽³²¹⁾.

In terzo luogo, l'interpretazione della corte del dato testuale del Dodd-Frank Act appare particolarmente forzata e lontana dal grado di deferenza che sarebbe stato ragionevole attendersi alla luce dello *Chevron-test* trattato in precedenza.

Da un lato, la corte glissa su di un elemento apparentemente invalicabile, ovvero la circostanza che l'inclusione nel processo di designazione di fattori di rischio *ulteriori*

⁽³¹⁹⁾ A tal proposito, il giudice Collyer ha osservato succintamente che il FSOC «*has made the decision to regulate - by designating MetLife*».

⁽³²⁰⁾ In *VERMONT YANKEE NUCLEAR POWER CORP. v. NAT. RES. DEF. COUNCIL, INC.*, 435 U.S. 519, 524, (1978), la Corte Suprema ha infatti affermato: «(a) *agencies are free to grant additional procedural rights in the exercise of their discretion, but reviewing courts are generally not free to impose them if the agencies have not chosen to grant them. This is not to say necessarily that there are no circumstances which would ever justify a court in overturning agency action because of a failure to employ procedures beyond those required by the statute. But such circumstances, if they exist, are extremely rare.*».

⁽³²¹⁾ R.J. JACKSON ET AL., *Brief of Professors of Law and Finance as Amici Curiae*, cit., 8.

rispetto a quelli tassativamente elencati dal Dodd-Frank è esplicitamente rimessa al FSOC con una formula che - pur utilizzando il termine *appropriate* - sembra esclusivamente diretta ad assicurare un certo margine di discrezionalità all'autorità atto a colmare eventuali future inadeguatezze dei criteri legislativi; in altre parole, il Dodd-Frank sembra attribuire esclusivamente al FSOC il potere di calibrare e integrare i fattori di rischio oggetto di valutazione nell'ambito dei processi di designazione per dare spazio a considerazioni esclusivamente tecniche, afferenti - ad esempio - a sviluppi sopravvenuti sul mercato potenzialmente non ricompresi in maniera adeguata nell'elencazione normativa.

Dall'altro lato, la corte sorprendentemente non accenna neppure allo *Chevron test*; non si interroga cioè, preliminarmente, sulla sussistenza o meno di indicazioni chiare nel testo di legge, ovvero sulla presenza di possibili ambiguità che imporrebbero una successiva valutazione della ragionevolezza dell'interpretazione resa dall'agenzia, né riconosce alcuna deferenza verso la declinazione della propria stessa *guidance* da parte del FSOC. Sotto questo versante, l'argomento sviluppato dalla difesa dell'autorità appare maggiormente persuasivo: per un verso, questo evidenziava come il Dodd-Frank non richiedesse di compiere alcuna *cost-benefit analysis* in sede di designazione, diversamente da quanto indicato per altri interventi regolatori anche in ambiti diversi dall'area macroprudenziale; per altro verso, sottolineava che, comunque, dovesse riconoscersi piena deferenza alla sua interpretazione dello *statute* per come formalizzata nella citata *guidance*, in linea con lo *standard* di *Chevron*.

In quarto luogo, la censura in merito alla mancata esatta quantificazione degli impatti di una crisi sistemica dell'impresa designata appare contrastare con il carattere eminentemente prognostico delle valutazioni richieste al FSOC in punto di sussistenza di rischi per la stabilità. Lo sforzo ricognitivo richiesto all'autorità macroprudenziale appare in certo modo non adatto, se così configurato, alla tipologia di compiti ad essa attribuiti, sovrapponendo questi ultimi a una valutazione preventiva sulla probabilità di crisi dell'intermediario, in fin dei conti rimessa - nel disegno istituzionale federale - ad autorità diverse dal FSOC. Il sindacato di legittimità si spinge quindi, ancora una volta, a imporre un onere istruttorio aggiuntivo e non strettamente necessario in capo all'amministrazione, onere che appare sproporzionato per eccesso rispetto alla natura dei rischi virtuali alla cui prevenzione è finalizzata l'attività di designazione.

In ultima analisi, la decisione qui rassegnata evidenzia come, nell'ambito di indagine della presente ricerca, oscillazioni e discontinuità giurisprudenziali possano

essere strumentalizzate dalle corti per sostituirsi in maniera talvolta improvvida alle agenzie in aree connotate e da elevata complessità, e, soprattutto, da particolare valenza “politica”. Riaffermando un indirizzo interpretativo notoriamente favorito negli ambienti repubblicani e di recente ribadito in più punti dal disegno riformatore del «Financial CHOICE Act of 2017» proposto dall’amministrazione Trump, la presa di posizione del giudice Collyer segnala, in negativo, i rischi di uno sconfinamento del controllo giudiziale in letture delle disposizioni che vanifichino l’esercizio di *expertise* da parte delle agenzie e impongano al regolatore attività contraddittorie o incoerenti rispetto alle finalità dell’approccio macroprudenziale chiaramente indicate dal legislatore. Al contempo, tale pronuncia mostra come, nel particolare contesto istituzionale statunitense, l’*accountability* delle agenzie verso le corti può avere - come ultimo effetto - quello di (ri)modellare *ex post* le prassi procedurali e sostanziali in maniera particolarmente incisiva, a discapito di esigenze di celere implementazione delle politiche di protezione della stabilità finanziaria e sulla falsariga di orientamenti assunti in ambiti dell’attività amministrativa ben distanti dalle problematiche di governo del rischio sistemico.

6. Osservazioni conclusive.

Attraverso l’analisi svolta nei paragrafi precedenti si è cercato di mettere in luce il modo in cui, nell’ordinamento statunitense, la rete di vigilanza macroprudenziale è organizzata, si articola e si iscrive nel contesto regolatorio finanziario federale, procede adottando raccomandazioni prevalentemente non vincolanti e decisioni che modificano lo *status* degli intermediari finanziari o ne limitano le attività e varie forme di intrapresa economica, risponde del proprio operato innanzi alle corti.

A tal fine, sono state percorse tre direttrici principali, ricostruendo l’apparato istituzionale preposto alla prevenzione del rischio sistemico e le interazioni tra questo, il circuito democratico-rappresentativo, il mercato regolato e il potere giudiziario.

Le considerazioni svolte possono essere riassunte come di seguito.

La rete macroprudenziale statunitense presenta un carattere composito, nel quale convivono in maniera non sempre armonica e in un continuo sforzo di bilanciamento componenti tecniche e politiche. All’interno del FSOC, la partecipazione maggioritaria di *independent agencies* connotate da elevata *expertise* e unitariamente isolate da nette ingerenze politiche, è controbilanciata dall’attribuzione di rilevanti poteri alla figura del Segretario al Tesoro, segnale di un recente travaso di «*more political accountability into financial-system*

oversight»⁽³²²⁾; la vicenda del *memorandum* mostra come, per il tramite del proprio *appointee*, la Casa Bianca può esercitare ingerenze tali da paralizzare l'attività del Consiglio e reindirizzarne le prassi, anche e soprattutto sotto la potente pressione di segmenti predominanti del mercato regolato. D'altro canto, l'adozione dell'approccio macroprudenziale ha consentito di rafforzare il carente coordinamento tra le agenzie federali di regolazione finanziaria preesistenti, pur riaffermando la netta preminenza, fra queste, della banca centrale, unica istituzione specificamente depositaria di un chiaro mandato di stabilità.

Sotto il versante procedurale si è notata la varietà dei meccanismi che informano le attività di *rulemaking* e *adjudication* del FSOC. Quanto alla prima, la differenziazione dei processi di adozione delle raccomandazioni non vincolanti e la previsione di forme di *comply or explain* e di *reporting* al Congresso confermano la preminenza della banca centrale, segnalano la possibile strumentalità del FSOC rispetto a esigenze delle singole agenzie in esso rappresentate, ed evidenziano un buon grado di trasparenza e apertura verso l'esterno dell'attività di definizione di indirizzi regolatori diretti ad assicurare stabilità al sistema finanziario. Quanto alla seconda, taluni iniziali caratteri di informalità e discrezionalità sembrano esser stati compensati da una recente rivisitazione delle proprie prassi da parte del FSOC, che, da un lato, appare ispirata da un reale interesse verso una partecipazione effettiva dei soggetti coinvolti dalle (temute) designazioni, e, dall'altro, mira a superare le critiche espresse da più parti per (strumentali) ragioni di opportunità politica.

Quanto, infine, all'ambito del sindacato giurisdizionale, la revisione critica del recente indirizzo giurisprudenziale adottato rispetto al procedimento di designazione ha mostrato la problematicità di indirizzi interpretativi che, confermando l'irrisolto rapporto tra corti e agenzie, rischiano di vanificare il cauto bilanciamento istituzionale realizzato dal Dodd-Frank Act, e di accentuare oltre misura il peso dell'*accountability* verso le corti, con conseguente depotenziamento dell'*expertise* tecnico-burocratica. Si è visto infatti come l'imposizione dell'analisi costi-benefici, quale leva per l'estensione dei poteri di intrusione giudiziale in valutazioni tecnicamente complesse, rischia di tradursi nell'imposizione all'amministrazione di oneri inadeguati rispetto alla tipologia di interessi in gioco, estendendo oltre misura gli ambiti della valutazione di ragionevolezza in ordine alle scelte discrezionali operate, sulla base di una circoscritta declinazione del principio di

⁽³²²⁾ G. METZGER, *Through the Looking Glass*, cit., 146.

proporzionalità. A margine, ciò segnala il perdurare di reazioni marcatamente ostili a intrusioni pubblicistiche in una sfera forse ben più ampia delle mere libertà economiche: attraverso la leva costituzionale, queste ultime si materializzano nella contestazione della legittimità stessa di un apparato regolatorio congegnato per garantire il mantenimento dell'interesse pubblico, ciclicamente dimenticato, alla stabilità finanziaria.

CAPITOLO TERZO

LA REGOLAZIONE MACROPRUDENZIALE NELL'ORDINAMENTO EUROPEO

«On a appelé union économique et monétaire

Une union qui était en réalité très monétaire et guère économique»

P. LAMY, H. BUSSON ⁽¹⁾

1. Premessa: dilemmi, trilemmi e l'approccio macroprudenziale alla regolazione nell'UE

Durante il 23° *general meeting* dell'ESRB tenutosi presso la sede della BCE nel settembre 2016, i trentotto membri votanti dell'autorità macroprudenziale europea hanno dato mandato a un'apposita *High-Level Task Force on Safe Assets* presieduta dal governatore della Bank of Ireland di esaminare il tema dei *sovereign bond-backed securities* (SBBS) ⁽²⁾. Nel gennaio 2018, dopo una tornata di consultazioni aperta tra dicembre 2016 e gennaio 2017 i cui contributi non sono stati diffusi ⁽³⁾, la *task force* ha pubblicato gli esiti del proprio lavoro. Il *report* finale ha concluso affermando l'opportunità di uno sviluppo graduale di un «*demand-led market for SBBS*» in considerazione della capacità di tali strumenti finanziari di contribuire alla stabilità finanziaria ⁽⁴⁾; vi sono sottolineate, al contempo, le implicazioni correlate al trattamento prudenziale dei titoli sovrani e la necessità di adottare previsioni regolatorie volte ad attirare una base di investitori sufficientemente ampia ⁽⁵⁾.

⁽¹⁾ P. LAMY, H. BUSSON, *Pourquoi l'euro?*, in *Regards croisés sur l'économie*, 2012, 12.

⁽²⁾ ESRB, *23rd ESRB General Board meeting - Press Release*, 22 settembre 2016.

⁽³⁾ Si veda, www.esrb.europa.eu/mppa/surveys/html/index.en.html. In estrema sintesi, gli SBBS sono strumenti finanziari strutturati garantiti da un porta foglio di *bond* governativi denominati in euro ed emessi da uno *special purpose vehicle* sulla base del meccanismo della *capital key* impiegato dalla Bce per il proprio programma di acquisto per finalità di politica monetaria; in pratica, tali strumenti costituirebbero il prodotto di una cartolarizzazione dei titoli governativi, che consentirebbe di assicurare *asset* europei sicuri senza una mutualizzazione dei rischi. L'idea degli SBBS è stata tracciata per la prima volta in M.K. BRUNNERMEIER, L. GARICANO, P. LANE, M. PAGANO, R. REIS, T. SANTOS, D. THESMAR, S. VAN NIEUWERBURGH, D. VAYANOS, *European Safe Bonds (ESBies)*, The Euronomics Group, 2011, in personal.lse.ac.uk/vayanos/Euronomics/ESBies.pdf; successivamente, la proposta è sviluppata in M.K. BRUNNERMEIER, S. LANGFIELD, M. PAGANO, R. REIS, S. VAN NIEUWERBURGH, D. VAYANOS, *ESBies: Safety in the tranches*, in *Economic Policy*, 2017, 175.

⁽⁴⁾ ESRB HIGH-LEVEL TASK FORCE ON SAFE ASSETS, *Sovereign bond-backed securities: a feasibility study*, gennaio 2018; si veda www.esrb.europa.eu/pub/task_force_safe_assets/html/index.en.html.

⁽⁵⁾ Come si è notato, «*bank regulation should be reformed to treat SBBS as favourably as national bonds in capital requirements — indeed, more favourably, since SBBS would make it less destabilising to have banks hold equity against concentrations of their own government's bonds*»; FINANCIAL TIMES, *A rare chance to create a pan-eurozone safe asset*, 30 gennaio 2018, in www.ft.com/content/fce98c74-05b8-11e8-9650-9c0ad2d7c5b5.

L'interesse dell'autorità macroprudenziale verso la tematica del debito sovrano nell'UE e la risoluzione del c.d. *safety trilemma* ⁽⁶⁾ indica in maniera chiara quale sia stata, in termini di stabilità finanziaria, la questione nodale che, in esito alla crisi, ha determinato una profonda revisione dell'architettura istituzionale di vigilanza e regolazione del mercato finanziario *anche* in senso macroprudenziale, parallela a quella (ancora incompiuta) della *governance* dell'UEM: l'esistenza di un'inestricabile e problematica correlazione, in un'Europa integrata in maniera differenziata ⁽⁷⁾, tra stabilità del sistema bancario-finanziario, sostenibilità e convergenza delle politiche economiche e fiscali degli Stati membri, e governo sovranazionale di un esempio unico di moneta «oltre» ⁽⁸⁾, ovvero «senza» ⁽⁹⁾, lo Stato.

Questo trilemma ⁽¹⁰⁾, prologo del rationale fondante l'unione bancaria indicato nel «*deadly embrace*» *between sovereign and banks*» ⁽¹¹⁾, ed epilogo del «quartetto incompatibile» dell'era pre-Maastricht ⁽¹²⁾, ha a sua volta implicazioni notevoli per i perni istituzionali e

⁽⁶⁾ A. VAN RIET, *Addressing the safety trilemma: a safe sovereign asset for the eurozone*, in ESRB Working Paper Series, no. 35, febbraio 2017, in www.esrb.europa.eu/pub/pdf/wp/esrbwp35.en.pdf, 6, dove l'A. riferisce l'espressione alla problematica interazione tra ancoraggio del sistema finanziario a un unico *safe asset* rappresentato dai *bund* tedeschi, libertà di movimento dei capitali e stabilità economica e finanziaria dell'UEM: «*keeping a national safe sovereign asset (the German bund) as the cornerstone of the financial system is incompatible with having free capital mobility and ensuring economic and financial stability in EMU, as it prevents sustainable financial integration*». Si vedano anche, citati dal medesimo Autore, A. GIOVANNINI, *Risk-free assets in financial markets*, in BIS Papers, *Sovereign risk: a world without risk-free assets?*, no. 72, July 2013, 73; M. TONVERONACHI, *The ECB and the Single European Financial Market: A Proposal to Repair Half of a Flawed Design*, in Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief no. 137, 2014.

⁽⁷⁾ Sul carattere della terza fase dell'UEM quale espressione dell'integrazione differenziata nell'UE, si veda A. CANNONE, *Integrazione differenziata (diritto dell'Unione europea)*, in Enc. del Dir., Annali VI, Milano, Giuffrè, 2013.

⁽⁸⁾ A. VAN RIET, *Safeguarding the euro as a currency beyond the state*, ECB Occasional Paper Series, no. 173, maggio 2016.

⁽⁹⁾ L. TORCHIA, *Moneta, banca e finanza fra unificazione europea e crisi economica*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2015, 1501.

⁽¹⁰⁾ L'immagine ricalca quella del ben più noto *financial trilemma* di D. SCHOENMAKER, *The financial trilemma*, in Economic Letters, 2011, 57-59, il quale, a partire dal trilemma monetario classico del modello Mundell-Fleming, ha notato come «*(1) financial stability, (2) financial integration and (3) national financial policies are incompatible. Any two of the three objectives can be combined but not all three; one has to give*», concludendo quindi che «*(a) policy option is to take the financial trilemma to its logical conclusion and move powers for financial policies (regulation, supervision and stability) further to the European level. This would imply a European-based system of financial supervision [...]. Crisis management operations to maintain financial stability should also be based on a European footing*».

⁽¹¹⁾ P. DE GRAUWE, *Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed?*, in LSE "Europe in Question" Discussion Paper Series, no. 57, 2013, 29.

⁽¹²⁾ T. PADOA-SCHIOPPA, *The road to monetary union in Europe. The emperor, the kings, and the genies*, Oxford, OUP, 2000, 183: «*free trade, complete freedom of capital movements, fixed exchange rates, and autonomous national monetary policies cannot coexist in the long term. These four elements constitute an 'inconsistent quartet' that can be reconciled only by transforming the fourth element into monetary union or by eroding the first three in varying degrees*».

costituzionali dell'UE, non potendo contemporaneamente coesistere, come si è osservato, «*a well-functioning [UEM], mass politics and nation states*»⁽¹³⁾.

In che termini deve allora essere letto, e quali interrogativi pone il coinvolgimento di un'autorità "tecnica" nell'emblematica risoluzione di un problema - quale quello della controversa mutualizzazione di rischi asimmetrici dei diversi debiti sovrani - che giace al cuore delle dinamiche dell'integrazione europea? Si tratta di un inevitabile risultato delle interdipendenze cui si è fatto cenno e che, in mancanza di un'unitaria regia politica, gravano regolatori e autorità indipendenti di responsabilità che ne oltrepassano il mandato neutrale⁽¹⁴⁾?

Il presente capitolo analizza il sistema europeo di regolazione macroprudenziale, cercando di individuare differenze e analogie rispetto all'esperienza statunitense a partire dal peculiare percorso istituzionale e di convergenza monetaria, economica e finanziaria che ha connotato l'UE. La ricostruzione che segue si propone di esaminare le mutazioni dell'assetto amministrativo dell'Unione determinate dall'affermarsi di un approccio regolatorio macroprudenziale, le modalità di integrazione tra le diverse componenti di tale nuovo e composito apparato burocratico, e i limiti degli strumenti di *accountability* che insistono su di esso. Tali considerazioni mirano a formulare una risposta all'interrogativo di fondo sui modi nei quali, in esito alla crisi finanziaria, sono venute bilanciandosi tecnica e politica nel contesto del mercato unico e negli ordinamenti degli Stati membri, e sui riflessi di tale equilibrio verso l'eterna problematica del *deficit* democratico dell'Unione.

Il capitolo procede come segue.

Il paragrafo secondo ripercorre l'*iter* di costruzione dell'UEM e l'evoluzione dell'architettura amministrativa di vigilanza sul sistema finanziario europeo quale precipitato della crescente integrazione dei mercati nazionali, mettendone in luce nodi e problematiche di sviluppo. La disamina di questi elementi consentirà quindi di introdurre, nel terzo paragrafo, i profili istituzionali della regolazione macroprudenziale nel contesto

⁽¹³⁾ J. SNELL, *The Trilemma of European Economic and Monetary Integration, and Its Consequences*, in *European Law Journal*, 2016, 157, 158. Come notato da ZEITLER, peraltro, in seguito alla crisi finanziaria, «*the Maastricht concept of a 'monetary union without a political union' has been either damaged, weakened or strained*»; F.C. ZEITLER, *The European Public Debt Crisis and the Institutional Framework of the Monetary Union: Experience and Adjustments*, in W. RINGE, P.M. HUBER (a cura di), *Legal challenges in the global financial crisis: bail-outs, the Euro and regulation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2014, 245.

⁽¹⁴⁾ L'interrelazione dei profili di cui nel testo è evidenziato in maniera chiara da H. WILLKE, E. BECKER, C. ROSTÁSY, *Systemic Risk*, cit., 186: «*(a) s long as nationally-denominated crisis management, deposit insurance and resolution mechanisms prevail, by which definition imply tensions between home and host regulators, credible supranational macroprudential regulation and supervision is left without the capacity to effectively mandate and control for cross-border externalities of national public policy, one of many possible ingredients for engendering cross-border systemic risks*».

europeo, ove si darà conto del riparto di competenze tra livello sovranazionale e livello nazionale, qui riferendo dell'ancora incompleta esperienza italiana. Nel quarto paragrafo viene proposta una ricostruzione delle tecniche di integrazione tra le diverse componenti, nazionali e sovranazionali, della rete regolatoria macroprudenziale, valorizzandosi, al riguardo, i profili organizzativi, procedurali e sostanziali ⁽¹⁵⁾. Il quinto paragrafo, seguito da brevi osservazioni conclusive, è dedicato alla disamina dei possibili criteri atti a informare il sindacato della CGUE sull'operato di tale rete; in mancanza di indirizzi giurisprudenziali specificamente riferibili alla materia, la disamina si concentra sul problema del rilievo di atti non vincolanti e sul sindacato della Corte in ordine a scelte discrezionali connotate da elevata complessità tecnica.

2 L'integrazione monetaria, economica e finanziaria.

Sin dalla sua fondazione quale comunità economica, l'UE ha perseguito l'obiettivo dell'integrazione dei mercati nazionali attraverso l'adozione di regole atte a garantire il pieno dispiegarsi di logiche e prassi concorrenziali. Con vicende alterne, il raggiungimento di tale scopo ha interessato anche il sistema bancario e finanziario, intersecando il progetto di un'unione economica e monetaria "a tappe" tra gli Stati ⁽¹⁶⁾. La libera circolazione di capitali e servizi, la progressiva armonizzazione della regolazione e delle prassi di vigilanza, e la creazione dell'euro e del relativo apparato istituzionale hanno stimolato l'operatività transfrontaliera degli intermediari nell'ambito di una più ampia globalizzazione

⁽¹⁵⁾ Si tratta, come si approfondirà, di uno sviluppo delle considerazioni generali formulate da E. CHITI, *L'accountability delle reti*, cit., 38, il quale ha evidenziato come alla «*comprensione funzionale delle reti amministrative dell'Unione europea segue la necessità di fare ricorso a strumenti analitici in grado di restituire la complessità delle tecniche di integrazione tra le loro componenti*».

⁽¹⁶⁾ La letteratura generale sull'integrazione economica e monetaria europea è particolarmente ricca in termini quantitativi e di prospettive offerte dai diversi autori. Senza pretesa di esaustività, si ricordano P. VERLOREN VAN THEMAAT, *Some preliminary observations on the intergovernmental conferences: the relations between the concepts of a common market, a monetary union, an economic union, a political union and sovereignty*, in *Common Market Law Review*, 1991, 291; S.S. REHMAN, *The Path to European Economic and Monetary Union*, New York, Kluwer Academic Publishers, 1997; M. ANDENAS, L.W. GORMLEY, C. HADJEMMANOUI, I. HARDEN (a cura di), *European economic and monetary union: the institutional framework*, London, Boston, Kluwer Law International, 1997; M. BUTI, A. SAPIR, *EMU and Economic Policy in Europe*, Cheltenham, Edward Elgar, 2002; J. LOUIS, *The Economic and Monetary Union: Law and Institutions*, in *Common Market Law Review*, 2004, 575; R. BASSO, G.L. TOSATO, *L'unione economica e monetaria. Aspetti giuridici e istituzionali. Studio introduttivo e materiali di base*, Torino, Giappichelli, 2007; F. SNYDER, *EMU - Integration and Differentiation: Metaphor for European Union*, in P. CRAIG, G. DE BÜRCA (a cura di), *The Evolution of EU Law*, Oxford, OUP, 2011; B. EICHENGREEN, *European Monetary Integration with Benefit of Hindsight*, in *Journal of Common Market Studies*, 2012, 123; M. GILBERT, *European Integration: A concise History*, London, Rowman & Littlefield Publishers, 2012; H. JAMES, M. DRAGHI, *Making the European Monetary Union*, Cambridge MA, Harvard University Press, 2012; A. VERDE, *Unione monetaria e nuova governance europea: teorie, istituzioni, politica economica*, Roma, Carocci, 2012; A. HINAREJOS, *Economic and Monetary Union*, in C. BARNARD, S. PEERS (a cura di), *European Union Law*, Oxford, OUP, 2013; P. DE GRAUWE, *Economics of Monetary Union*, Oxford, OUP, 2016.

economica, favorendo, da ultimo, la progressiva attrazione di estese (e pressoché onnicomprensive) competenze regolatorie e di controllo a livello sovranazionale.

Il tema della regolazione macroprudenziale nell'ordinamento europeo deve essere inquadrato a partire da tali sviluppi. All'interno dell'UE, infatti, le interdipendenze tra economie e sistemi finanziari trattate in chiave generale nel Primo Capitolo sono risultate particolarmente avanzate in ragione del processo pluridecennale che sta alla base del progetto europeo, intersecando stabilità dei flussi monetari e creditizi ed equilibrio delle finanze pubbliche ⁽¹⁷⁾. Per definire correttamente funzioni, caratteri e problematiche specifiche dell'approccio macroprudenziale nell'UE si ritiene quindi opportuno ripercorrere brevemente le tappe di tale integrazione, evidenziando il rapporto tra due fattori: da un lato, l'approdo a una politica monetaria comune corredata dalla definizione di un quadro ancora parziale di convergenza economica e condivisione dei rischi, *sub specie* di politiche fiscali e di bilancio, tra gli Stati membri (§ 2.1); dall'altro, l'armonizzazione della regolazione bancaria, assistita dalla liberalizzazione dei flussi di capitale e da ultimo accompagnata dall'attribuzione di estese competenze, anche di vigilanza, a istituzioni e agenzie europee (§ 2.2).

2.1 L'evoluzione storica

2.1.1 Dalle origini all'Atto unico

La formulazione originaria dei Trattati di Roma dedicava limitata attenzione all'integrazione monetaria, prevedeva forme miti di concertazione delle politiche economiche e non sanciva una piena eliminazione delle restrizioni ai movimenti di capitale tra gli Stati aderenti. Tali caratteri contrastavano con il maggior livello di attenzione dedicato alle libertà fondamentali assunte a pilastri del «mercato comune», assistite dall'attribuzione alle Comunità di competenze in materia di concorrenza, aiuti di Stato e armonizzazione delle legislazioni nazionali ⁽¹⁸⁾. La nascente Comunità, invero, si collocava nel nuovo ordine economico e monetario internazionale sancito dagli accordi di Bretton Woods del 1944 ⁽¹⁹⁾, e la frammentazione domestica dei mercati finanziari determinava,

⁽¹⁷⁾ In questa stessa prospettiva, H. WILLKE, E. BECKER, C. ROSTÁSY, *Systemic Risk*, cit., 170-171, i quali sottolineano come «*a discussion of both viability and effectiveness of the new [macroprudential] supranational governance structure must be embedded into the discussion of contemporary integrative efforts taking place at the wider EU level [...]. Also, linked to this theme, interdependencies of banking and sovereign debt crises as well as the latter's equally destructive capacity to trigger systemic crises and risks [...] are highly relevant*».

⁽¹⁸⁾ Sul punto, R. BASSO, G.L. TOSATO, *Unione economica e monetaria*, in Enciclopedia del diritto, V agg., Milano, Giuffrè, 2001.

⁽¹⁹⁾ Come ricorda SCHELLER, infatti, «*at the time, all the EEC countries were part of a reasonably well-functioning international monetary system (the Bretton Woods system). Within this system, exchange rates were fixed but adjustable and*

in numerose esperienze, l'attribuzione di un ruolo predominante alle autorità nazionali in una logica di indirizzo e sostegno della ricostruzione post-bellica.

Gli accordi europei si limitavano, pertanto, a stabilire l'obbligo per ciascuno Stato membro di attuare «*la politica economica necessaria a garantire l'equilibrio della [...] bilancia globale dei pagamenti e a mantenere la fiducia nella propria moneta*» (art. 104), di trattare «*la propria politica, in materia di tassi di cambio, come un problema d'interesse comune*» (art. 107) ⁽²⁰⁾, e di sopprimere gradatamente, «*e nella misura necessaria al buon funzionamento del mercato comune, le restrizioni ai movimenti dei capitali appartenenti a persone residenti negli Stati membri*» oltre che le discriminazioni di trattamento basate sulla nazionalità, la residenza delle parti o il luogo di collocamento dei capitali (art. 67). Al contempo, l'art. 105 indicava quale forma del coordinamento delle politiche economiche una non meglio precisata collaborazione tra le amministrazioni competenti e le banche centrali degli Stati firmatari, e sanciva l'istituzione di un Comitato monetario a carattere consultivo per promuovere il raccordo delle politiche monetarie «*in tutta la misura necessaria al funzionamento del mercato comune*» ⁽²¹⁾.

Come è stato osservato, tale assetto si traduceva, in buona sostanza, nel «*dovere di evitare disavanzi di bilancio particolarmente pronunciati, sul presupposto che questi avrebbero potuto indurre deprezzamenti delle monete nazionali e, quale ulteriore conseguenza, delle distorsioni nel funzionamento del mercato comune europeo*» ⁽²²⁾; ciò implicava, in termini ancor più riduzionistici, un sostanziale mantenimento delle prerogative statali in entrambe le aree della politica economica e monetaria, indicativo di «*un sistema di rapporti economici fra Stati contraddittorio e squilibrato sul piano economico prima ancora che sul piano giuridico e istituzionale*», frutto di un cauto indirizzo programmatico ⁽²³⁾.

remained relatively stable until the mid-1960s, both within the EEC and globally»; H.K. SCHELLER, *The European Central Bank. History, role and functions*, BCE, Frankfurt am Main, 2004, 15.

⁽²⁰⁾ Al riguardo si è notato che «(c)on riferimento alla classica tripartizione proposta da Richard Musgrave (1958) per la politica fiscale - l'allocazione (in vista dell'efficienza), la stabilizzazione (in vista della stabilità), la redistribuzione delle risorse (in vista dell'equità) - si può affermare che in realtà il Trattato copriva l'intera gamma delle politiche economiche»; T. PADOA-SCHIOPPA, *L'euro e la sua banca centrale. L'unione dopo l'Unione*, Bologna, il Mulino, 2004, p. 31. A giudizio di questo A., i diversi profili della citata tripartizione erano rispettivamente presenti nella previsione di metodi di intervento dirigitico (ad es., la politica agricola comune), nel coordinamento delle politiche macroeconomiche e dei cambi monetari, e nel ruolo attribuito a diversi fondi per favorire lo sviluppo di aree economiche depresse e, per l'effetto, la coesione territoriale.

⁽²¹⁾ Il Trattato attribuita al Comitato monetario il compito di (i) seguire la situazione monetaria e finanziaria degli Stati membri e della Comunità e il regime generale dei pagamenti degli Stati membri, riferendo regolarmente al Consiglio e alla Commissione su tali argomenti, e (ii) formulare pareri, ove richiesto o di propria iniziativa, destinati alle medesime istituzioni.

⁽²²⁾ G. CONTALDI, *Politica economica e monetaria (diritto dell'Unione europea)*, voce in Enc. del diritto, Annali, IV, Milano, Giuffrè, 2011, p. 811.

⁽²³⁾ R. BASSO, G.L. TOSATO, *Unione economica e monetaria*; cit., i quali innanzi notano la contraddizione dei trattati originari data dal «*voler creare un mercato comune in assenza di un efficace coordinamento delle politiche economiche*

Tale limitato interesse fu, tuttavia, di breve durata.

In risposta al vacillare dell'ordine monetario internazionale ⁽²⁴⁾, e a fronte di un progressivo, naturale allineamento delle politiche economiche e monetarie degli Stati membri favorito dal realizzarsi di importanti aree del mercato comune ⁽²⁵⁾, tra gli anni Sessanta e l'inizio degli anni Settanta vennero avanzati i primi progetti di integrazione monetaria ⁽²⁶⁾. Ciò, in particolare, nonostante tensioni politiche interne agli Stati membri e alla stessa Comunità, tra cui la nota crisi della «sedia vuota», avessero in certi frangenti minacciato di arrestare l'incedere del progetto continentale ⁽²⁷⁾.

In seguito alla presentazione da parte della Commissione del «*Barre Plan*» e alla dichiarazione dell'Aia dei capi di Stato e di governo per la realizzazione dell'UEM ⁽²⁸⁾, il «rapporto Werner» del 1970 definì «*gli elementi indispensabili per l'esistenza di un'unione economica e monetaria completa*» implicante «*la convertibilità totale e irreversibile delle monete, l'eliminazione dei margini di fluttuazione dei cambi, la fissazione irrevocabile dei rapporti di parità e la liberazione totale dei movimenti di capitali*», e suggerì un percorso scandito da una serie di tappe da completarsi entro il 1980 ⁽²⁹⁾.

Su tali basi ⁽³⁰⁾, nel marzo 1971 gli Stati membri raggiunsero un primo accordo per il contenimento dei margini di fluttuazione delle monete rispetto al dollaro mediante

degli Stati partecipanti», ancorché determinata dalla «*concezione originaria della costruzione dell'unità europea attraverso realizzazioni progressive*».

⁽²⁴⁾ Di identico avviso, R.M. LASTRA, *International financial and monetary law*, Oxford, OUP, 2015, 221: «*[i]t is no coincidence, in my opinion, that the real momentum for monetary integration came after the international anchor ceased to exist*».

⁽²⁵⁾ R. BASSO, G.L. TOSATO, *Unione economica e monetaria*; cit.

⁽²⁶⁾ L'idea di una moneta comune sembra sia da ricondurre, in origine, al c.d. «Marjolin Memorandum» del 24 ottobre 1962, nel quale si proponeva l'istituzione di un sistema di tassi fissi tra le monete degli Stati membri; tale proposta non ebbe tuttavia momentaneamente seguito, salvo che per l'istituzione, nel 1964, di una prima Commissione dei governatori delle banche centrali degli Stati membri delle CEE, che giocò a sua volta un significativo ruolo per la definitiva transizione verso la definitiva Unione monetaria; tali sviluppi sono ricordati in H.K. SCHELLER, *The European Central Bank*, cit., 16.

⁽²⁷⁾ T. PADOA SCHIOPPA, *L'euro e la sua banca centrale*, cit., 25.

⁽²⁸⁾ Si veda, in particolare, il punto 8 del comunicato finale del *meeting* dell'Aia: «*[...] they agreed that, within the Council, on the basis of the memorandum presented by the Commission on 12 February 1969, and in close collaboration with the latter, a plan in stages will be worked out during 1970 with a view to the creation of an economic and monetary union*»; ora in aci.pitt.edu/1451/1/hague_1969.pdf.

⁽²⁹⁾ Rapporto al Consiglio ed alla Commissione sulla realizzazione per fasi dell'Unione economica e monetaria della Comunità, Lussemburgo, 8 ottobre 1970, in GU C 136 dell'11 novembre 1970, p. 1 ss. Peraltro, pur essendo indifferente la realizzazione di tale unione mediante il mantenimento delle valute nazionali o l'adozione di una moneta comunitaria unica, i redattori del rapporto ritenevano che «*considerazioni di natura psicologica e politica militavano a favore dell'adozione di una moneta unica, che [avrebbe affermato] l'irreversibilità dell'impresa*».

⁽³⁰⁾ Si veda anche la Risoluzione del Parlamento europeo del 3 dicembre 1970 sulla realizzazione per fasi dell'unione economica e monetaria della Comunità.

istituzione di un «serpente monetario»⁽³¹⁾, cui si accompagnò il varo di un Fondo europeo di cooperazione monetaria⁽³²⁾ e l'adozione di alcune direttive volte a favorire la convergenza economica⁽³³⁾. Nonostante il successivo accantonamento del piano Werner, tali eventi segnarono uno storico salto di qualità nel percorso ideologico (e pratico) verso la realizzazione dell'UEM, effetto di un'accresciuta consapevolezza circa l'ineluttabilità dello sgretolamento delle prerogative statuali che il progredire del processo di integrazione economica avrebbe infine comportato.

I primi interventi comunitari di regolazione delle attività bancarie furono coevi a tali iniziative⁽³⁴⁾, segnalando una chiara convergenza di intenti⁽³⁵⁾.

Il pluralismo monetario delle origini, pur non costituendo necessariamente un limite alla circolazione dei capitali e all'offerta transfrontaliera di servizi finanziari, comportava una segmentazione dei mercati in virtù dell'uso di divise diverse sulle principali piazze di scambio⁽³⁶⁾. A sua volta, l'assenza di strumenti di vigilanza prudenziale comuni disincentivava l'apertura laterale tra i mercati nazionali e acuiva i rischi posti dall'esistenza di un *uneven playing field*. Nella proposta della Commissione sulla prima direttiva in materia bancaria, adottata a metà degli anni Settanta⁽³⁷⁾, era appunto messa in luce l'interazione strategica tra attività bancaria, sviluppo di un mercato unico mediante liberalizzazione dei capitali e integrazione monetaria: per un verso, si notava come l'esercizio effettivo dell'attività di intermediazione creditizia nel territorio della Comunità avrebbe costituito un elemento di necessario completamento alla libera circolazione dei

(31) Risoluzione del Consiglio e dei rappresentanti dei governi degli Stati membri, del 22 marzo 1971, concernente la realizzazione, per tappe, dell'unione economica e monetaria nella Comunità.

(32) Regolamento (CEE) n. 907/73 del Consiglio, del 3 aprile 1973, che istituisce un Fondo europeo di cooperazione monetaria. Al Fondo, dotato di personalità giuridica, era attribuito il compito di promuovere il buon funzionamento della progressiva riduzione dei margini reciproci di fluttuazione delle monete comunitarie, gli interventi in monete comunitarie sui mercati dei cambi e i regolamenti tra le banche centrali volti all'attuazione di una politica concertata delle riserve valutarie. In argomento, R. SMITS, *The European Central Bank*, cit., 19.

(33) Il riferimento è alla Decisione 74/120/CEE del Consiglio, del 18 febbraio 1974, relativa alla realizzazione di un grado elevato di convergenza delle politiche economiche degli Stati membri della Comunità economica europea, nonché alla Direttiva 74/121/CEE del Consiglio, del 18 febbraio 1974, relativa alla stabilità, alla crescita economica e alla piena occupazione nella Comunità.

(34) Per una disamina degli antecedenti tentativi di regolazione dell'attività bancaria tra gli anni Sessanta e gli anni Settanta, si veda E. MOURLON-DRUOL, *Banking Union in Historical Perspective: The Initiative of the European Commission in the 1960s-1970s*, in *Journal of Common Market Studies*, 2016, 913.

(35) Già l'art. 61(2) del Trattato di Roma riconosceva che la liberalizzazione dei servizi delle banche, vincolati a movimenti di capitale, doveva essere attuata in armonia con la liberalizzazione progressiva della circolazione dei capitali.

(36) In tal senso, T. PADOA-SCHIOPPA, *L'euro e la sua banca centrale*, cit., 146.

(37) Prima direttiva 77/780/CEE del Consiglio del 12 dicembre 1977, relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l'accesso all'attività degli enti creditizi e il suo esercizio.

capitali; per altro verso, si sottolineava che il ravvicinarsi delle caratteristiche degli istituti di credito avrebbe facilitato «*la convergenza delle misure di politica monetaria*», contribuendo a un'ulteriore accelerazione del percorso intrapreso ⁽³⁸⁾.

Sul finire degli anni Settanta, il progetto monetario ricevette nuovo impulso nel tentativo di superare i limiti del «serpente» e di garantire nuova stabilità al sistema valutario continentale dato lo sgretolarsi dell'ordine monetario globale. Una risoluzione del Consiglio europeo e un accordo tra le banche centrali partecipanti sancirono l'istituzione, dal 1° gennaio 1979, del «Sistema monetario europeo» ⁽³⁹⁾, che limitava la fluttuazione dei cambi tra le monete entro bande bilaterali di oscillazione predefinite con l'obiettivo di ridurre le asimmetrie generate da apprezzamenti o deprezzamenti improvvisi delle monete nazionali capaci di determinare crisi nella bilancia dei pagamenti e susseguenti malfunzionamenti del mercato agricolo comune ⁽⁴⁰⁾. Unitamente a tale apparato «*basato su parità di cambio fisse ma rivedibili*» ⁽⁴¹⁾ e su una flessibilità partecipativa che di fatto tracciava i prodromi della futura integrazione monetaria asimmetrica ⁽⁴²⁾, lo SME venne strutturato con al proprio «centro» un'unità monetaria comune denominata ECU, impiegata, tra l'altro, come denominatore numerario per il meccanismo di cambio e mezzo di regolamento fra le autorità monetarie delle Comunità ⁽⁴³⁾.

Sulla spinta di tale rinnovato spirito di convergenza, la successiva adozione dell'Atto Unico nel 1986 esplicitò l'obiettivo dell'instaurazione, entro il 31 dicembre 1992, di uno spazio senza frontiere interne nel quale assicurare la libera circolazione di merci, persone, servizi e capitali, facendo seguito alla pubblicazione del noto libro bianco della

⁽³⁸⁾ Commissione delle Comunità europee, Proposta di Direttiva del Consiglio relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l'accesso all'attività degli istituti di credito e il suo esercizio, COM (74) 2010, 10 dicembre 1974.

⁽³⁹⁾ Si vedano la Risoluzione del Consiglio europeo del 5 dicembre 1978 sulla creazione del sistema monetario europeo (SME) e su questioni connesse, e l'*Accord du 13 mars 1979 fixant entre les banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne les modalités de fonctionnement du système monétaire européen*. Il progetto fu il risultato di un'intesa tra Francia e Germania, come ricordato da R.M. LASTRA, *International financial*, cit., 228. Sul problematico fondamento giuridico dello SME si vedano F. CARBONETTI, *Il sistema monetario europeo*, in Banca borsa tit. cred., 1991, 176, nonché, ivi citati, R.J.H. SMITS, *Some Aspects of the Monetary Law of the European Community*, in *Legal Issues of European Integration*, 1983, 73; L. RADICATI DI BROZOLO, *Some Legal Aspects of the European Monetary System*, in *Rivista di diritto internazionale*, 1980, 339.

⁽⁴⁰⁾ G. CONTALDI, *Politica economica*, cit., 812.

⁽⁴¹⁾ T. PADOA-SCHIOPPA, *L'euro e la sua banca centrale*, cit., 25.

⁽⁴²⁾ Si è ricordato al riguardo come a tale sistema «alcuni Stati membri non hanno partecipato fin dall'inizio (vedi la Gran Bretagna), o lo hanno fatto godendo per la propria moneta di un margine di fluttuazione maggiore (6 per cento invece del 2,25 per cento: è il caso dell'Italia). Non vi era dunque necessaria coincidenza fra gli Stati membri della CEE e gli Stati partecipanti allo SME; come pure, nell'ambito dello SME, non tutti i partecipanti erano assoggettati allo stesso regime»; R. BASSO, G.L. TOSATO, *Unione economica e monetaria*; cit.

⁽⁴³⁾ Su tali aspetti, F. CARBONETTI, *Il sistema*, cit., 186.

Commissione per il completamento del mercato interno ⁽⁴⁴⁾. Prima significativa revisione dei trattati originari, l'Atto consentì un ammodernamento della strategia di integrazione dei mercati: in primo luogo, sfruttando il concetto del «mutuo riconoscimento» sviluppato dalla Corte di Giustizia nel celebre caso *Cassis de Dijon* ⁽⁴⁵⁾, semplificò i requisiti per l'armonizzazione dei diritti nazionali riferendo quest'ultima ai soli *standard* essenziali; in secondo luogo, snellì il processo decisionale estendendo il perimetro di applicazione del voto a maggioranza qualificata e incrementando il ruolo del Parlamento europeo nel processo legislativo; infine introdusse un nuovo capitolo dedicato alla «Cooperazione in materia economica e monetaria (Unione economica e monetaria)», la cui unica norma si limitava tuttavia a richiamare le «*esperienze acquisite grazie alla cooperazione nell'ambito [dello SME] e allo sviluppo dell'ECU*», rinviando *sine die* gli ulteriori sviluppi ⁽⁴⁶⁾.

Nondimeno, tali elementi crearono le precondizioni necessarie alla definitiva messa in cantiere del progetto di UEM, all'adozione della seconda direttiva bancaria ⁽⁴⁷⁾ e all'effettiva esecuzione del piano di liberalizzazione dei capitali ⁽⁴⁸⁾.

2.1.2 Fondazione e sviluppo dell'UEM

Inspirato alle raccomandazioni formulate nel «rapporto Delors» ⁽⁴⁹⁾, il Trattato di Maastricht entrato in vigore nel novembre del 1993 segnò il punto di definitiva transizione

⁽⁴⁴⁾ COMMISSIONE EUROPEA, *Il completamento del mercato interno. Libro bianco*, Lussemburgo, Office for Official Publications of European Communities, 1985.

⁽⁴⁵⁾ REWE-ZENTRAL A.G. v. BUNDESMONOPOLVERWALTUNG FÜR BRANNTWEIN, C 120/78.

⁽⁴⁶⁾ Art. 20 dell'Atto unico, determinante l'inserimento dell'art. 120A nel Trattato.

⁽⁴⁷⁾ Seconda direttiva 89/646/CEE del Consiglio, del 15 dicembre 1989, relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l'accesso all'attività degli enti creditizi e il suo esercizio e recante modifica della direttiva 77/780/CEE. Sulle difficoltà di armonizzazione dell'attività bancaria e finanziaria in Europa anteriormente all'adozione dell'Atto unico, si veda R.M. LASTRA, *International financial*, cit., 386.

⁽⁴⁸⁾ Direttiva 88/361/CEE del Consiglio del 24 giugno 1988 per l'attuazione dell'articolo 67 del Trattato. La direttiva era stata preceduta dalla presentazione al Consiglio, da parte della Commissione di un apposito programma nel maggio 1986 (*Programme for the liberalization of capital movements in the Community*, COM(86) 292 final), che prevedeva due fasi per il raggiungimento di tale obiettivo: una prima fase volta a realizzare «*the unconditional and effective liberalization throughout the Community of the capital operations most directly necessary for the proper functioning of the common market and for the linkage of national markets in financial securities*»; una seconda fase di piena liberalizzazione dei movimenti di capitale, contestuale all'istituzione di un sistema finanziario privo di barriere interne. Nelle parole della Commissione risultava evidente la piana correlazione tra gli elementi discussi nel testo: «[a] *high degree of liberalization of capital movements is a necessary but not sufficient condition for the Community's genuine financial integration. It is therefore important for liberalization to be paralleled by provisions designed to ensure the cohesion and identity of this financial area. Also, a truly integrated financial market is bound to have consequences for the conduct by the Member States of their monetary policies*». Con riferimento al primo elemento, in particolare, la Commissione rilevava come l'integrazione del sistema finanziario europeo dovesse essere preceduta dalla «*standardization [...] of the laws or administrative provisions governing access to financial activities and the exercise thereof*».

⁽⁴⁹⁾ COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION, *Report on economic and monetary union in the European Community*. Il rapporto mise in luce alcuni dei benefici apportati dallo SME, evidenziando come il marco tedesco - al suo interno - avesse agito informalmente quale ancora di riferimento; al contempo, sottolineò come lo SME non avesse ancora raggiunto il proprio completo potenziale in

verso l'integrazione economica e monetaria europea. Oltre alla definitiva eliminazione di tutte le restrizioni dei pagamenti e dei movimenti di capitale, il nuovo accordo comportò, tuttavia, una divaricazione del percorso di attrazione sovranazionale della politica monetaria e della politica economica ⁽⁵⁰⁾, segnalando l'esistenza di quella che si sarebbe rivelata una durevole frattura tra una visione "monetarista" e una "economista" dell'integrazione in atto.

Dal punto di vista della conduzione della politica monetaria, Maastricht introdusse un'organica disciplina istituzionale e sostanziale, identificando nella stabilità dei prezzi l'obiettivo di impronta tedesca del nuovo *sistema* europeo delle banche centrali ⁽⁵¹⁾, e delineando contenuti e condizioni per il passaggio alle fasi transitorie che, in ossequio a principi di gradualità e convergenza ⁽⁵²⁾, avrebbero infine dovuto trovare esito nell'adozione della moneta unica entro il 1999. Su tali basi, nel gennaio del 1994 si procedette alla creazione dell'Istituto monetario europeo, che portò a compimento il complesso lavoro preparatorio necessario al concreto avvio delle attività del SEBC e della BCE ⁽⁵³⁾. Nel maggio 1998, il raggiungimento da parte di un primo gruppo di undici Stati dei fatidici parametri di convergenza sancì quindi il definitivo passaggio alla terza fase, cui

considerazione della mancata partecipazione di alcuni paesi della Comunità, dell'assenza di una sufficiente convergenza delle politiche fiscali con il permanere di *deficit* di *budget* in diversi paesi, e della mancata istituzione di un Fondo Monetario Europeo. La creazione di un'effettiva unione economica e monetaria avrebbe implicato, piuttosto, «*complete freedom of movement for persons, goods, services and capital, as well as irrevocably fixed exchange rates between national currencies and, finally, a single currency. This, in turn, would imply a common monetary policy and require a high degree of compatibility of economic policies and consistency in a number of other policy areas, particularly in the fiscal fields*» (§ 16).

⁽⁵⁰⁾ In questi termini, G. CONTALDI, *Politica economica e monetaria*, cit., 813.

⁽⁵¹⁾ In argomento, si vedano le riflessioni sviluppate di recente da R. IBRIDO, *Banca centrale europea* (voce), in *Digesto Discipline Pubblicistiche*, VII aggiornamento, Torino, Utet Giuridica, 90, 94; quali riferimenti classici si vedano M. J. HERDEGEN, *Price stability and budgetary restraints in the Economic and Monetary Union: the law as guardian of economic wisdom*, in *Common Market Law Review*, 1998, 9, ove è elaborata la nota tesi della stabilità dei prezzi quale *Grundnorm* dell'Unione; C. ZILIOI, M. SELMAYR, *La Banca centrale europea*, Milano, Giuffrè, 2007, 79-80. JAMES e DRAGHI notano l'influenza tedesca sin dal rapporto Delors in questi termini: «(t)he impact of the Delors Committee was a surprise. One of its most powerful members, Bundesbank President Karl Otto Pöhl, was generally believed to be opposed to any project for enhanced monetary cooperation [...]. The paradox was that the Bundesbank appeared to be the institution most opposed to institutionalized European and global monetary cooperation, but the solution devised was to imitate or adopt as much of the Bundesbank model as possible»; J. HAROLD, M. DRAGHI, *Making the European Monetary Union*, cit., 211. Più di recente, si vedano anche R. BIFULCO, *Bundesbank e Banche centrali dei Länder come modello del Sistema europeo delle banche centrali*, in F. GABRIELE (a cura di), *Il governo dell'economia tra crisi dello Stato e crisi del mercato*, Bari, Cacucci, 2005, 41; P. YOWELL, *Why the Ecb cannot save the Euro*, in W. RINGE, P.M. HUBER (a cura di), *Legal challenges in the global financial crisis*, cit., 81, 88; P. DE GRAUWE, *Economics of Monetary Union*, cit., 151.

⁽⁵²⁾ P. DE GRAUWE, *Economics of Monetary Union*, cit., 128 ss.: «*First, the transition towards monetary union in Europe was seen as a gradual one, extending over a period of many years. Second, entry into the union was made conditional on satisfying convergence criteria*».

⁽⁵³⁾ Per un'esauritiva revisione del lavoro complessivamente svolto dall'Istituto monetario europeo in questa fase, si rinvia a H.K. SCHELLER, *The European Central Bank*, cit., 22-24.

si accompagnò la nomina dei primi membri dell'*Executive Board* della BCE, la fissazione irrevocabile dei cambi contro l'euro delle vecchie valute nazionali ⁽⁵⁴⁾, e, infine, la graduale sostituzione di queste ultime sui mercati finanziari e nell'economia quotidiana.

Quanto alle politiche economiche, il Trattato si limitò a ribadire le istanze di mero coordinamento tra gli Stati membri, introdusse l'elaborazione di indirizzi di massima e raccomandazioni da parte del Consiglio su proposta della Commissione, attribuì a quest'ultima il compito di sorvegliare l'evoluzione della situazione di bilancio e dell'entità del debito pubblico negli Stati membri in relazione ai criteri stabiliti dal protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi, e codificò il divieto, superabile al solo ricorrere di «*circostanze eccezionali*» e nel rispetto di «*determinate condizioni*», di assistenza finanziaria agli Stati membri ⁽⁵⁵⁾. Nel giro di pochi anni, tale disciplina pattizia fu integrata dal c.d. Stability and Growth Pact (SGP), costituito da una Risoluzione del Consiglio europeo e da due Regolamenti del Consiglio ⁽⁵⁶⁾; sintesi compromissoria di due opposte visioni politico-economiche ⁽⁵⁷⁾, l'accordo sancì l'impegno degli Stati a implementare in maniera rigorosa i programmi di stabilità e convergenza economica, e ad adottare le necessarie misure correttive di bilancio a fronte di disavanzi eccessivi in applicazione dei riferimenti procedurali e sostanziali indicati dal Trattato ⁽⁵⁸⁾.

Sul versante della regolazione dell'attività bancaria, il quindicennio intercorso tra l'adozione dell'Atto unico e l'avvio della materiale circolazione dell'euro si è connotato, a sua volta, per mutamenti di portata paragonabile al varo dell'UEM, e da quest'ultimo chiaramente favoriti ⁽⁵⁹⁾.

Alla fine degli anni Ottanta, l'adozione della già ricordata seconda direttiva bancaria introdusse il principio - soggetto a limitate eccezioni - dell'*home country control*, consentendo, attraverso il meccanismo del mutuo riconoscimento, l'utilizzo di un'unica

⁽⁵⁴⁾ A opera del Regolamento (CE) n. 2866/98 del 31 dicembre 1998 sui tassi di conversione tra l'euro e le monete degli Stati membri che adottano l'euro.

⁽⁵⁵⁾ Cfr. artt. 102 A - 104 C del Trattato sull'Unione europea (92/C 191/01).

⁽⁵⁶⁾ Il riferimento è a *i*) Risoluzione del Consiglio europeo relativa al patto di stabilità, del 17 giugno 1997, *ii*) Regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio del 7 luglio 1997 per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche, e *iii*) Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio del 7 luglio 1997 per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi.

⁽⁵⁷⁾ C.A.E. GOODHART, *The Central Bank and the Financial System*, Cambridge, MIT Press, 1995, spec. 156 ss.

⁽⁵⁸⁾ Si definiva così un obiettivo di medio termine dato dal raggiungimento di un saldo di bilancio prossimo al pareggio o all'attivo, e fermi rimanendo gli obiettivi del mantenimento di un rapporto fra disavanzo pubblico e PIL non superiore al 3 per cento, e tra debito pubblico e PIL non superiore al 60 per cento; G. GIUDICE, A. MONTANINO, *Il Patto di stabilità e crescita*, in Riv. di politica economica, 2003, 185.

⁽⁵⁹⁾ In argomento, J. DERMINE, *European Banking: past, present and future*, in Second ECB Banking Conference on The Transformation of the European Financial System, Frankfurt am Main, 2002.

licenza rilasciata dalle autorità del paese di origine per l'offerta su base transfrontaliera dei servizi di tipo bancario elencati dalla normativa armonizzatrice⁽⁶⁰⁾. Corredata da ulteriori atti in materia di fondi propri e solvibilità degli enti creditizi⁽⁶¹⁾, la seconda direttiva contribuì alla costruzione di un plesso di norme prudenziali ispirate al primo accordo di Basilea⁽⁶²⁾, successivamente integrato da ulteriori atti coevi alla sigla del Trattato di Maastricht⁽⁶³⁾ e dalle prime disposizioni comuni in materia di schemi di protezione dei depositi bancari⁽⁶⁴⁾; al contempo, la direttiva segnò timidi sviluppi istituzionali, con l'attribuzione di funzioni di supporto regolatorio al «Comitato consultivo delle autorità competenti degli stati membri della Comunità economica europea», istituito dalla prima direttiva per assistere la Commissione nell'assicurare la corretta applicazione delle disposizioni legislative europee e nel proporre nuove misure di coordinamento settoriale.

L'influenza combinata delle politiche di liberalizzazione dirette all'instaurazione di un mercato unico e dell'avvio concreto dell'UEM ebbe conseguenze significative per l'integrazione del mercato finanziario europeo: come si è notato, tali due fattori «*increased the interpenetration of financial markets and cross-border financial flows, triggering the formation of large-scale financial investors and challenging the traditional mode of regulation and supervision of financial services activities in Europe*»⁽⁶⁵⁾. Nel tentativo di cogliere il riverbero positivo di tali mutamenti si dà «*beneficiare pienamente dei vantaggi della moneta unica*», alle soglie del nuovo millennio la Commissione propose un piano di azione per il settore finanziario⁽⁶⁶⁾, che comprendeva un esteso elenco di priorità strategiche dirette a ridare slancio al mercato

⁽⁶⁰⁾ Su tale disciplina, G.S. ZAVVOS, *Towards a European Banking Act*, in *Common market law review*, 1988, 263; Id., *The Integration of Banking Markets in the EEC: The Second Banking Coordination Directive*, in *Journal of International Banking Law*, 1988, 53; U.H. SCHNEIDER, *The Harmonization of EC Banking Laws: The Euro-passport to Profitability and International Competitiveness of Financial Institutions*, in *Law & Policy in International Business*, 1991, 267.

⁽⁶¹⁾ Direttiva 89/299/CEE del Consiglio del 17 aprile 1989 concernente i fondi propri degli enti creditizi; Direttiva 89/647/CEE del Consiglio relativa al coefficiente di solvibilità degli enti creditizi.

⁽⁶²⁾ BASEL COMMITTEE, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, luglio 1988.

⁽⁶³⁾ Il riferimento è ai seguenti provvedimenti: i) Direttiva 92/30/CEE del Consiglio, del 6 aprile 1992, relativa alla vigilanza su base consolidata degli enti creditizi, ii) Direttiva 92/121/CEE del Consiglio, del 21 dicembre 1992, sulla vigilanza ed il controllo dei grandi fidi degli enti creditizi, iii) Direttiva 93/22/CEE, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, iv) Direttiva 93/6/CEE, del 15 marzo 1993, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

⁽⁶⁴⁾ Direttiva 94/19/CEE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 1994, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi. In argomento, anche per gli opportuni riferimenti bibliografici, si rinvia a D. MESSINEO, *Sistema di garanzia dei depositi nell'Unione europea* (voce), in *Enciclopedia del Diritto - Annali IX*, Milano, Giuffrè, 2016, 960.

⁽⁶⁵⁾ L. QUAGLIA, *The politics of financial services regulation and supervision reform in the European Union*, in *European Journal of Political Research*, 2007, 269, 279.

⁽⁶⁶⁾ COMMISSIONE EUROPEA, *Servizi Finanziari. Messa in atto del quadro di azione per i servizi finanziari: piano d'azione*, COM (1999)232, maggio 1999.

finanziario unico, incidendo su ogni segmento dello stesso e, in prospettiva, sulle stesse strutture di vigilanza ⁽⁶⁷⁾. Su tali basi, un comitato di esperti indipendenti presieduto da Alexandre Lamfalussy venne chiamato dall'ECOFIN ad analizzare lo scenario di implementazione delle regole europee per il mercato mobiliare, e a suggerire approcci volti a migliorarne i meccanismi e favorire il coordinamento tra i regolatori ⁽⁶⁸⁾; gli esiti dei lavori, peraltro, ebbero riflessi sull'intero comparto finanziario, determinando una revisione complessiva dell'intera architettura regolatoria (v. *infra*, § 2.2.1) ⁽⁶⁹⁾.

A dispetto di tali progressi, la fase di sostanziale stabilità economico-finanziaria seguita all'introduzione dell'euro, accompagnata dal progressivo allargamento geografico dell'Eurozona e dell'UE stessa, e dalla sigla dei nuovi Trattati di Nizza, Amsterdam e infine Lisbona, segnò la mancata realizzazione di un effettivo coordinamento delle politiche economiche nella zona monetaria unica e il crescere dei divari tra paesi debitori e creditori ⁽⁷⁰⁾, conseguenze di asimmetrie strutturali e pluridecennali ⁽⁷¹⁾. La fragilità di un disegno ispirato all'illusione che all'integrazione monetaria sarebbe seguita (in maniera rinnovata)

⁽⁶⁷⁾ Sotto questo profilo, nel piano di azione si notava significativamente che «(l') accelerarsi del processo di concentrazione del settore e l'intensificazione dei collegamenti tra i mercati finanziari a seguito dell'introduzione dell'euro richiedono un attento esame delle strutture per contenere e vigilare sul rischio istituzionale e sistemico. In un contesto caratterizzato da forti e immediati effetti di propagazione tra mercati bancari e mercati mobiliari dell'UE, c'è da temere che lo status quo non sia sostenibile a più lungo termine. Vi è ormai una più urgente necessità, ma anche una disponibilità ad avviare una discussione aperta sulle strutture che saranno necessarie per assicurare una adeguata regolamentazione e vigilanza del mercato finanziario unico»; cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Servizi Finanziari. Messa in atto del quadro di azione*, cit., 11.

⁽⁶⁸⁾ Si veda, *The Committee of wise men's terms of reference given by the European Union's Economic and Finance Ministers on 17 July 2000*, Annex I dell'*Initial Report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets*, Brussels, 9 November 2000.

⁽⁶⁹⁾ Come ricorda QUAGLIA, «[t]he Lamfalussy Report was the real trigger of the debate on financial regulation and supervision concerning the whole financial sector. In May 2002, ECOFIN, following the proposal of the German Finance Minister Hans Eichel and the British Chancellor Gordon Brown, decided in favour of extending the fast track procedure of the Report to banking and insurance. The ECB initially opposed the extension of the Lamfalussy framework from securities to other financial sectors, especially banking. However, once the proposal gained momentum, the ECB engaged in a rearguard action calling for inclusion of the ECB and national central banks in the new committees being created. The issue was negotiated throughout 2002, and in December 2002 ECOFIN approved a proposal of the Economic and Financial Committee for the extension of the Lamfalussy framework to other sectors - namely, banking and insurance. It also took on board the ECB's request for involvement. Throughout 2003 and 2004, the new framework was set in place»; L. QUAGLIA, *The politics*, cit., 278.

⁽⁷⁰⁾ F. GIAVAZZI, L. SPAVENTA, *Why the current account may matter in a monetary union: lessons from the financial crisis in the euro area*, in M. BEBLAVÝ, D. COBHAM, L. ÖDOR, *The Euro area and the financial crisis*, Cambridge, Cambridge University Press, 2011, 199.

⁽⁷¹⁾ Per un'approfondita disamina, R. DI QUIRICO, *Crisi dell'euro e crisi dell'Europa. La nuova governance economica europea e il futuro dell'integrazione*, Roma, Carocci, 2016, spec. 82-100, il quale sottolinea come «(l')a situazione che si configurò nella zona euro alla vigilia della crisi americana era una sorta di crisi latente di bilancia dei pagamenti in cui alcuni paesi, soprattutto sudeuropei, erano strutturalmente in deficit nei confronti di alcuni paesi del Centro-Nord, in particolare la Germania. Tale situazione era comunque tamponata da un flusso di crediti veicolato soprattutto da banche tedesche e france si verso i paesi in deficit che, di fatto, permetteva di stabilizzare la situazione».

quella politica, oltre che una maggiore convergenza economica ⁽⁷²⁾, emerse con evidenza nelle vicende che condussero al conflitto politico-istituzionale tra la Commissione e il Consiglio a fronte della mancata adozione, da parte di quest'ultimo, delle raccomandazioni formulate nei confronti di Francia e Germania in attuazione del SGP ⁽⁷³⁾. La decisione della CGUE sul caso ⁽⁷⁴⁾, pur riconoscendo il carattere discrezionale del potere del Consiglio limitato dalla sola impossibilità di «*disancorarsi dalle norme sancite dall'art. 104 CE e da quelle che esso stesso si è imposto nel regolamento n. 1467/97*» ⁽⁷⁵⁾, non ebbe che a confermare il permanere di un'asimmetria nel disegno dell'UEM ⁽⁷⁶⁾, provocando un rallentamento del processo di integrazione che ⁽⁷⁷⁾, già in sé sbilanciato in termini giuridici, economici e politici ⁽⁷⁸⁾, la crisi finanziaria globale avrebbe solo (ulteriormente) influenzato.

2.1.3 Le conseguenze della crisi (I)

L'ampia letteratura che ha trattato in maniera organica gli effetti sull'UE della *debacle* finanziaria globale, ha proposto - secondo una ricca varietà di prospettive -

⁽⁷²⁾ Su tali aspetti, R.M. LASTRA, *International financial*, cit., 289 e 291 ss. Come ricordato da TUORI e TUORI, tuttavia, da un punto di vista politico-costituzionale, «[a] major reason for leaving the economic union incomplete [...] was the perceived need for democratic input legitimation for fiscal and other economic policy; this need, in turn, could only be satisfied at the Member state levels»; K. TUORI, K. TUORI, *The Eurozone Crisis*, cit., 209.

⁽⁷³⁾ Come ha ricordato BARBERO, «[le] decisioni del Consiglio del 25 novembre 2003 [...] hanno sancito una duplice frattura; da un lato, quella - (già esistente ed) interna al Consiglio - fra Stati "virtuosi" e Stati "lassisti"; dall'altro, quella - inedita - fra Commissione e Consiglio. In quell'occasione, [...] il Consiglio decise [...] di sospendere il corso della procedura di disavanzo eccessivo nei confronti dei due Stati, sostanzialmente disapplicando le disposizioni del [Trattato] e limitandosi ad adottare, in luogo dei prescritti provvedimenti, delle atipiche "conclusioni", non formalmente vincolanti anche se contenenti prescrizioni molto dettagliate nei confronti dei governi francese e tedesco»; M. BARBERO, *Il nuovo Patto europeo di stabilità e crescita alla prova dei fatti: i recenti casi di Francia, Germania e Italia*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2007, 1315.

⁽⁷⁴⁾ Corte di giustizia delle Comunità europee, sentenza 13 luglio 2004, in causa C-27/04, Commissione delle Comunità europee c. Consiglio dell'Unione europea.

⁽⁷⁵⁾ *Ibid.*, § 81. In argomento, G. RIVOCCHI, *Il Patto di stabilità al vaglio della Corte di giustizia, tra riaffermazione della legalità comunitaria e mancata giustiziabilità sostanziale degli equilibri finanziari dell'Unione*, Rivista AIC, settembre 2004; L. CASSETTI, *La Corte di giustizia invoca il rispetto delle regole procedurali sui disavanzi pubblici eccessivi*, in www.federalismi.it, n. 15/2004.

⁽⁷⁶⁾ In questa linea di pensiero anche R. STREINZ, *The limits of Legal Regulation: Will the Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union Have a Real Legal Effect?*, in W. RINGE, P.M. HUBER (a cura di), *Legal challenges in the global financial crisis*, cit., 239, 241.

⁽⁷⁷⁾ Si veda, G. NAPOLITANO, *La crisi del debito sovrano e il rafforzamento della governance economica europea*, in ID. (a cura di), *Uscire dalla crisi*, cit., 383, spec. 387, ovi si sottolinea come, negli anni, «la coerenza del Patto è stata allentata. Non sono state aperte procedure di infrazione nei confronti degli Stati che l'avevano violato. Si è di fatto permessa la comunicazione di dati contabili falsi, senza avviare le opportune verifiche. Infine, con lo scoppio della crisi, si sono introdotte deroghe generalizzate [...]».

⁽⁷⁸⁾ Si rinvia alle condivisibili considerazioni sviluppate in tal senso da L. CHIEFFI, *Banca centrale e sviluppi della governance europea*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2005, 1085.

suddivisioni cronologiche ⁽⁷⁹⁾ e tipologiche ⁽⁸⁰⁾ delle risposte adottate dalle istituzioni europee e dagli Stati membri per fronteggiare l'ultima tra le molte crisi che ne hanno segnato il percorso di integrazione ⁽⁸¹⁾, evidenziando, per ciascuna di esse, le notevoli implicazioni costituzionali e istituzionali ⁽⁸²⁾.

Il propagarsi della crisi dal sistema bancario-finanziario alle dinamiche macroeconomiche e del debito sovrano di un gruppo ristretto ma cruciale di paesi dell'Eurozona, ha provocato reazioni che hanno interessato tutti e tre i profili del processo di integrazione esaminati ⁽⁸³⁾: il modello di *governance* afferente al coordinamento intergovernativo tra le politiche economiche e di bilancio ⁽⁸⁴⁾; il *framework* di *policy* relativo al governo della moneta unica; il quadro sostanziale e istituzionale di regolazione finanziaria nel mercato unico. Non diversamente da quanto avvenuto nei decenni precedenti, peraltro, alcuni dei principali tornanti di riforma sono stati frutto dell'influenza esercitata da rapporti di commissioni di esperti ⁽⁸⁵⁾, ciò comunicando l'immagine di

⁽⁷⁹⁾ D. SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in Riv. trim. dir. pubbl., 2009, 45; G. NAPOLETANO, *La risposta europea alla crisi del debito sovrano: il rafforzamento dell'unione economica e monetaria. Verso l'unione bancaria*, in Banca borsa tit. cred., 2012, 747; G.L. TOSATO, *L'integrazione europea ai tempi della crisi dell'euro*, in Riv. dir. internaz., 2012, 681; M.P. CHITI, *La crisi del debito sovrano e le sue influenze per la governance europea, i rapporti tra Stati membri, le pubbliche amministrazioni*, in Riv. it. dir. pubbl. com., 2013, 1; F. DONATI, *Crisi dell'euro, governance economica e democrazia nell'Unione europea*, in Diritto dell'Unione europea, 2013, 337; K. TUORI, K. TUORI, *The Eurozone Crisis*, cit., 85 ss.

⁽⁸⁰⁾ A. CANEPA, *Crisi dei debiti sovrani e regolazione europea: una prima rassegna e classificazione di meccanismi e strumenti adottati nella recente crisi economico-finanziaria*, in Rivista AIC, 2015, 1; L. TORCHIA, *Moneta, banca e finanza*, cit.; F. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in Riv. trim. dir. e proc. Civ., 2016, 537; S. FABBRINI, *La crisi dell'euro e le sue conseguenze*, in Riv. trim. dir. pubbl., 2016, 651; G. VESPERINI, *La crisi e le nuove amministrazioni*, in Riv. trim. dir. pubbl., 2016, 695.

⁽⁸¹⁾ S. CASSESE, *«L'Europa vive di crisi»*, in Riv. trim. dir. pubbl., 2016, 779.

⁽⁸²⁾ Tra i principali riferimenti, M. POIARES MADURO, *A New Governance for the European Union and the Euro: Democracy and Justice*, in RSCAS Policy Papers, 2012; E. CHITI, P.G. TEIXEIRA, *The constitutional implications of the European responses to the financial and public debt crisis*, in Common Market Law Review, 2013, 683; K. TUORI, K. TUORI, *The Eurozone Crisis*, cit.; A. HINAREJOS, *The Euro Area Crisis in Constitutional Perspective*, Oxford, OUP, 2015.

⁽⁸³⁾ C. OHLER, *A Governance Crisis? Treaty Change, Fiscal Union and the ECB*, in W. RINGE, P.M. HUBER (a cura di), *Legal challenges in the global financial crisis*, cit., 121.

⁽⁸⁴⁾ Sulle problematiche del carattere intergovernativo della *governance* economica, S. FABBRINI, *La crisi dell'euro*, cit., 656-658; sull'accentuazione di tale carattere in risposta alla crisi, A. HINAREJOS, *The Euro Area Crisis in Constitutional Perspective*, cit., 85 ss.

⁽⁸⁵⁾ Il riferimento è ai rapporti Van Rompuy (*Towards a genuine economic and monetary union. Report by President of the European Council Herman Van Rompuy*, Bruxelles, 26 giugno 2012), de Larosière (*Report of the high-level group on financial supervision in the EU (chaired by Jacques de Larosière)*, Bruxelles, 25 febbraio 2009, su cui v. *infra* nel testo, § 1.2) e al c.d. «Rapporto dei cinque presidenti» (*Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa. Relazione di Jean-Claude Juncker in stretta collaborazione con Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi e Martin Schulz*), ove si è riconosciuto, da ultimo, la necessità di progressi su quattro fronti: «in primo luogo, verso un'Unione economica autentica che assicuri che ciascuna economia abbia le caratteristiche strutturali per prosperare nell'Unione monetaria. In secondo luogo, verso un'Unione finanziaria che garantisca l'integrità della nostra moneta in tutta l'Unione monetaria e accresca la condivisione dei rischi con il settore privato. Ciò significa completare l'Unione bancaria e accelerare l'Unione dei mercati dei capitali. In terzo luogo, verso un'Unione di bilancio che garantisca sia la sostenibilità che la

un'Europa mossasi, almeno in principio, «*not only from one crisis to another, but also from one measure to another, reacting [...] without a coherent and comprehensive roadmap*»⁽⁸⁶⁾, ovvero, ancora, per l'effetto di «*contingent circumstances, rather than [...] an articulated and shared political option of the leaders of the Member States*»⁽⁸⁷⁾.

Sul versante della tenuta del debito sovrano dei paesi europei e delle trasformazioni della *governance* economica⁽⁸⁸⁾, le risposte date hanno imboccato tre direttrici, due di tipo marcatamente “emergenziale” e, la terza, di più lungo respiro progettuale.

Per un verso, il propagarsi dell'instabilità al debito sovrano degli Stati “periferici” dell'Eurozona ha determinato la negoziazione multilaterale di piani di aiuto (Economic Adjustment Programmes - EAPs) supportati da risorse del FMI⁽⁸⁹⁾, inaugurando una controversa stagione di politiche di rigore influenzate dall'ortodossia dell'*ordoliberalismus*⁽⁹⁰⁾, fondate sulla tetralogia «*fiscal stabilization - low inflation - primary surplus - structural reforms*»

stabilizzazione del bilancio. E, infine, verso un'Unione politica che ponga le basi di tutto ciò che precede attraverso un autentico controllo democratico, la legittimità e il rafforzamento istituzionale».

⁽⁸⁶⁾ K. TUORI, K. TUORI, *The Eurozone Crisis*, cit., 120.

⁽⁸⁷⁾ E. CHITTI, P.G. TEIXEIRA, *The constitutional implications*, cit., 692. Come notato da MADURO, «(t)he perceived incapacity of the EU political process to solve the crisis is a simple continuation of national democratic failure to internalize the consequences of interdependence. National democracies can neither correct their mutually imposed externalities nor effectively regulate the transnational forms of power that evade their control. But because European regulation of these phenomena is too deeply dependent on national politics it too has proved incapable of effectively addressing them. In fact, the failure of the EU political process to successfully address the current crisis has, at its core, a political gap: the scope and level of politics has not followed the scope and level of political problems in Europe. This is our most important democratic deficit. European integration generates a deep interdependence between national policies that has, however, never translated itself into European politics»; M. POIARES MADURO, *A New Governance*, cit., 5.

⁽⁸⁸⁾ In argomento, G. NAPOLITANO, *La crisi del debito sovrano*, in ID. (a cura di), *Uscire dalla crisi*, cit., 383.

⁽⁸⁹⁾ In argomento, J. PISANI-FERRY, A. SAPIR, G.B. WOLFF, *EU-IMF Assistance to Euro Area Countries: An Early Assessment*, Bruegel Institute, giugno 2013, in bruegel.org/2013/06/eu-imf-assistance-to-euro-area-countries-an-early-assessment/; C. ALCIDI, A. BELKE, A. GIOVANNINI, D. GROS, *Macroeconomic adjustment programmes in the euro area: an overall assessment*, in *Intl. Economics and Economic Policy*, 2016, 345. Per la documentazione relativa agli EAPs, ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance_en.

⁽⁹⁰⁾ Sul ruolo della *Ordnungspolitik* e per una prima traduzione in inglese dei lavori di economisti associati a tale corrente di pensiero (principalmente esponenti della Scuola di Friburgo quali EUCKEN, BÖHM, GROBMAN-DOERTH, RÜSTOW), si vedano T. BIEBRICHER, F. VOGELMANN (a cura di), *The birth of austerity. German ordoliberalism and contemporary neoliberalism*, London, Rowman & Littlefield International, 2017, spec. 2-15 e 181-253. Per una panoramica del dibattito circa l'influenza di tale dottrina nel processo di riforma della *governance* economica europea, P. NEDERGAARD, H. SNAITH, “*As I drifted on a River I Could Not Control*”: *The Unintended Ordoliberal Consequences of the Eurozone Crisis*, in *Journal of Common Market Studies*, 2015; L.P. FELD, A. EKKEHARD, D. NIENHEDT, *Ordoliberalism, Pragmatism and the Eurozone Crisis: How the German Tradition Shaped Economic Policy in Europe*, CESifo Working Paper no. 5368, 2015. Per un più generale approfondimento sull'influenza delle dottrine economiche sull'incedere del progetto europeo si vedano, di recente, i saggi di F. BRESOLIN, *Cicli del pensiero economico e cicli dell'economia: la politica europea nella crisi*, e G. DELLA CANANEA, *Un ordine giuridico acconcio per l'economia sociale di mercato*, in L. ANTONINI (a cura di), *La domanda inevasa. Dialogo tra economisti e giuristi sulle dottrine economiche che condizionano il sistema giuridico europeo*, Bologna, il Mulino, 2016.

(⁹¹), e talora osteggiate per via referendaria con evidenti ripercussioni nella dialettica democratica multilivello dell'UE (⁹²).

A partire dal 2010 si sono quindi succeduti interventi che, ancorché problematici in punto di compatibilità con il principio del divieto di *bail-out* (⁹³), hanno inteso definire una stabile cornice per il sostegno finanziario agli Stati membri, colmando un significativo vuoto ereditato dall'impostazione del Trattato di Maastricht (⁹⁴). Dapprima, si è proceduto all'istituzione di un «Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria» sulla base dell'articolo 122(3) del TFUE, attivabile in favore di uno Stato membro occorrendo «*gravi perturbazioni economiche o finanziarie causate da circostanze eccezionali che sfuggono al suo controllo*» anche di natura solo potenziale (⁹⁵), e alla costituzione di un «veicolo speciale», denominato «Fondo europeo per la stabilità finanziaria» (FESF), sotto forma di ente di diritto lussemburghese partecipato dagli Stati membri dell'Eurozona (⁹⁶). Il consolidamento degli strumenti di assistenza è stato poi realizzato con la sigla dell'accordo internazionale istitutivo del «Meccanismo europeo di stabilità» (MES), formalmente estraneo alla cornice dei Trattati ma a questi agganciato mediante un'apposita clausola abilitante inserita nell'articolo 136 del TFUE (⁹⁷).

Per altro verso, la riforma del Patto di stabilità e crescita mediante il *Six Pack* e il *Two Pack* (⁹⁸), il «Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'unione

(⁹¹) K.J. HAZAKIS, *The Political Economy of Economic Adjustment Programs in the Eurozone: A Detailed Policy Analysis*, in *Politics & Policy*, 2015, 822.

(⁹²) Per una narrativa della dinamica referendaria in Grecia, si veda, R. DI QUIRICO, *Crisi dell'euro*, cit., 107.

(⁹³) Si tratta di una delle problematiche emerse nel noto caso *Pringle* (C-370/12), relativo al Meccanismo europeo di stabilità (MES); si vedano K. TUORI, K. TUORI, *The Eurozone crisis*, cit., 120 ss.; E. CHITI, *Il Meccanismo europeo di stabilità al vaglio della Corte di giustizia*, in *Giorn. dir. amm.*, 2013, 148.

(⁹⁴) R.M. LASTRA, *International financial*, cit., 326; K. TUORI, K. TUORI, *The Eurozone crisis*, cit., 89: «*the possibility of bailout had never been seriously discussed in the run-up to Maastricht, and no resolution mechanism for fiscal turmoil was included in the macroeconomic constitution [...] based on the assumption that safeguards against fiscal imprudence in Arts. 123-126 TFEU, the convergence criteria of EMU and the Stability and Growth Pact would suffice to ensure fiscal stability and to impose the necessary restraint on euro-area Member States, although these still retained fiscal-policy sovereignty*».

(⁹⁵) Cfr. art. 1 del Regolamento (UE) n. 407/2010 del Consiglio dell'11 maggio 2010 che istituisce un meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria. L'atto è stato oggetto di un ricorso per annullamento, ritenuto tuttavia inammissibile dal Tribunale sul presupposto della mancanza della condizione dell'interesse diretto del ricorrente; si veda THOMAS AX V. COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, T-259/10.

(⁹⁶) G. NAPOLITANO, *La nuova governance economica europea: il Meccanismo di stabilità e il Fiscal Compact*, in *Giorn. dir. amm.*, 2012, 461.

(⁹⁷) La modifica dell'articolo 136 ha comportato l'introduzione di un nuovo paragrafo che consente agli Stati membri che adottano l'euro di «*istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme*», e ferma restando l'applicazione di una «*rigorosa condizionalità*». Per un'analisi del MES e delle implicazioni sostanziali e procedurali della ricapitalizzazione degli intermediari bancari mediante le rispettive risorse, si consenta un rinvio a G. SCIASCIA, *I profili pubblicitici del credito tra dimensione nazionale e innovazioni sovranazionali*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 413, spec. 428 ss.

(⁹⁸) Il *Six Pack* si compone dei seguenti provvedimenti: *i*) Regolamento (UE) n. 1173/2011, relativo all'effettiva esecuzione della sorveglianza di bilancio nella zona euro; *ii*) Regolamento (UE) n. 1174/2011, sulle misure esecutive per la correzione degli squilibri macroeconomici eccessivi nella zona euro; *iii*)

economica e monetaria» (c.d. «*Fiscal Compact*») e il c.d. «Patto Euro-Plus» ⁽⁹⁹⁾ hanno segnato lo strutturarsi di un complesso meccanismo di interventi preventivi e sanzionatori, oltre che di vincoli pattizi in parte estranei alla stretta cornice dell'UEM, volti a scongiurare e correggere squilibri macroeconomici tali da minare la stabilità economico-finanziaria dell'UE ⁽¹⁰⁰⁾.

La nuova *governance* economica europea è stata dichiaratamente ispirata alla necessità di irrobustire la disciplina di bilancio degli Stati membri, di aumentare l'efficacia delle raccomandazioni formulate a fronte di disavanzi pubblici eccessivi e di migliorare il coordinamento delle politiche economiche nazionali tramite un più significativo ruolo della Commissione nell'ambito del c.d. «semestre europeo» ⁽¹⁰¹⁾. Ne è emerso un sistema che, ispirato a un rafforzamento dei controlli e a un ampliamento delle dinamiche di

Regolamento (UE) n. 1175/2011, che modifica il regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche; *iv*) Regolamento (UE) n. 1176/2011, sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici; *v*) Regolamento (UE) n. 1177/2011, che modifica il regolamento (CE) n. 1467/97 per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi; *vi*) Direttiva 2011/85/UE relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri. Il *Two Pack* è formato dal Regolamento (UE) n. 472/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013, sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio degli Stati membri nella zona euro che si trovano o rischiano di trovarsi in gravi difficoltà per quanto riguarda la loro stabilità finanziaria, e dal Regolamento (UE) n. 473/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013, sulle disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e per la correzione dei disavanzi eccessivi negli Stati membri della zona euro.

⁽⁹⁹⁾ Tale patto è stato siglato dagli Stati membri aderenti all'area euro e da Bulgaria, Danimarca, Lettonia, Lituania, Polonia, Romania. Si veda G. NAPOLITANO, *La crisi*, in ID. (a cura di), *Uscire dalla crisi*, cit., 413 ss.

⁽¹⁰⁰⁾ Il meccanismo di sorveglianza consta di una procedura detta MIP (*Macroeconomic Imbalance Procedure*), sulla quale può innestarsi una diversa procedura a fronte di squilibri eccessivi (EIP - *Excessive Imbalance Procedure*), articolata in sei strumenti che si snodano lungo una fase preventiva e una fase correttiva. Nel corso della fase preventiva, la Commissione redige una relazione sul meccanismo di allerta previa valutazione di un insieme di indicatori e soglie dai quali possono intercettarsi squilibri macroeconomici interni ed esterni, raccolti in uno *scoreboard*; successivamente, ove la Commissione rilevi l'esistenza di squilibri macroeconomici, informa il Parlamento, il Consiglio e l'Eurogruppo. Su raccomandazione della Commissione e secondo la procedura di cui all'articolo 121(2), del TFUE, il Consiglio può rivolgere allo Stato membro in questione puntuali raccomandazioni, che integrano quelle rivolte nel luglio di ogni anno dal Consiglio a ogni Stato membro nel quadro del Semestre europeo. Nell'ipotesi in cui la Commissione ravvisi squilibri eccessivi, si attiva la procedura EIP; informate le citate istituzioni europee oltre che le ESAs e l'ESRB, la Commissione formula una raccomandazione per il Consiglio, nella quale precisa la natura e le implicazioni degli squilibri, e le raccomandazioni strategiche da seguire, cui deve far seguito un piano d'azione correttivo - da parte dello Stato interessato - entro un termine puntuale. A fronte della presentazione del piano, la Commissione ha due mesi di tempo per analizzarlo e presentare una relazione al Consiglio; quest'ultimo deve stabilire se le misure correttive raccomandate sono state adottate; in caso di esito negativo di tale valutazione, su raccomandazione della Commissione, è adottata una decisione ove è constatato l'inadempimento e sono fissati nuovi termini per l'adozione di interventi correttivi. È inoltre previsto un sistema di sanzioni applicabili nei confronti degli Stati che non abbiano adottato le misure correttive previste: sempre su raccomandazione della Commissione, il Consiglio può adottare una decisione che impone il pagamento di un'ammenda annuale o la costituzione di un deposito; ove il Consiglio accerti che lo Stato membro interessato ha adottato le misure correttive, gli importi sono restituiti.

⁽¹⁰¹⁾ In questi termini, R. PEREZ, *La crisi del debito pubblico*, in Riv. Trim. Dir. Pubbl., 2016, 669.

concertazione preventiva e dei poteri sanzionatori, ha dato luogo a un'indubbia erosione del principio della «separazione e appartenenza agli Stati» delle politiche economiche ⁽¹⁰²⁾, e a una parallela espansione dell'amministrazione finanziaria europea pur in assenza di un centro gravitazionale unitario.

Sotto il versante monetario, la risposta della BCE e del SEBC è stata particolarmente veemente e, non a caso, anch'essa oggetto di controversie giurisprudenziali di tenore costituzionale, dati i sostanziali, temuti riflessi per il mandato e l'indipendenza dell'autorità monetaria sovranazionale ⁽¹⁰³⁾. Da un punto di vista strettamente tecnico, e prescindendo dall'importante ruolo giocato dall'istituto di Francoforte nella gestione dei già ricordati EAPS ⁽¹⁰⁴⁾, le misure di politica monetaria nel corso della crisi si sono sviluppate lungo quattro fasi principali, indicative della diversa severità degli scenari di riferimento e delle problematiche poste, in essi, alla trasmissione degli *input* di *policy* desiderati ⁽¹⁰⁵⁾.

A partire dalla seconda metà del 2007, e a fronte di un irrigidirsi dell'offerta di liquidità sul mercato interbancario dovuta alla crescente sfiducia tra gli operatori sulla solvibilità delle proprie controparti, la banca centrale ha garantito un accesso sostanzialmente illimitato alla liquidità di breve termine anche in dollari (MROs), e allungato i tempi delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTROs). Dopo il crollo di Lehman-Brothers, la *policy* si è indirizzata verso una drastica e progressiva riduzione del tasso di interesse delle operazioni principali di rifinanziamento, e l'adozione delle prime misure di tipo *non-standard* (c.d. «*enhanced credit support*») ⁽¹⁰⁶⁾. Con l'esplosione della crisi del debito sovrano nella primavera del 2010, la BCE ha quindi annunciato il lancio del Securities Markets Programme (SMPs) con l'obiettivo di migliorare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria attraverso l'acquisto di titoli di debito pubblici e privati; a quest'ultimo, hanno fatto seguito, infine, la predisposizione di un (mai impiegato) programma di acquisti sul mercato secondario di *sovereign bonds* (Outright Monetary Transactions - OMTs) emessi in regime di condizionalità, diretto «*at safeguarding*

⁽¹⁰²⁾ R. PEREZ, *La crisi*, cit., 682.

⁽¹⁰³⁾ Il riferimento è, in particolare, alla saga sulle *outright monetary transactions* (OMTs) di cui nel testo e al noto caso GAUWEILER. In argomento si veda, comunque, anche per gli opportuni riferimenti bibliografici, *infra*, § 5.

⁽¹⁰⁴⁾ J. PISANI-FERRY, A. SAPIR, G.B. WOLFF, *EU-IMF Assistance*, cit.

⁽¹⁰⁵⁾ Per un'esauritiva analisi, si vedano, ECB, *The ECB's response to the financial crisis*, in ECB Monthly Bulletin, October 2010; ID, *The ECB's non-standard measures - impact and phasing-out*, in ECB Monthly Bulletin, July 2011.

⁽¹⁰⁶⁾ ECB, *The ECB's response*, cit., 66. Durante questa fase, tra l'altro, la BCE ha avviato, in forma temporanea e per un valore complessivo di 60 miliardi di euro, il c.d. *covered bond purchase programme*, con l'obiettivo di rivitalizzare il mercato delle emissioni obbligazionarie «*in terms of liquidity, issuance and spreads*».

an appropriate monetary policy transmission and the singleness of the monetary policy» ⁽¹⁰⁷⁾, e l'ampiamiento dei diversi programmi di acquisto di *securities* private e pubbliche (c.d. *quantitative easing*) tramite un Asset Purchase Programme (APP) esteso ⁽¹⁰⁸⁾.

Quanto all'ultima delle tre direttrici ricordate in principio, l'assetto istituzionale e delle regole di riferimento per il sistema bancario e finanziario ha subito un radicale ripensamento, anche qui alternandosi una fase di intervento emergenziale a un consolidamento delle risposte e degli equilibri ⁽¹⁰⁹⁾.

Dal punto di vista sostanziale, la reazione alla crisi ha condotto all'approvazione di un numero senza precedenti di provvedimenti regolatori stratificati su più livelli e strettamente collegati agli indirizzi adottati da consessi regolatori globali, con una rivisitazione profonda del processo di approvazione delle regole mediante ricorso agli strumenti di delegazione previsti dai Trattati, e una transizione sempre più evidente verso la tecnica dell'armonizzazione massima volta a chiudere gli spazi di discrezionalità nazionali. Sotto il profilo istituzionale, si è inizialmente assistito alla fondazione del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), sostanziale salto di qualità rispetto all'architettura per comitati ereditata dagli indirizzi del rapporto Lamfalussy; successivamente, il legislatore europeo è addivenuto alla creazione di forme composite di

⁽¹⁰⁷⁾ ECB, *Technical features of Outright Monetary Transactions*, Press Release, 6 September 2012. Sul programma di cui nel testo e il relativo contenzioso innanzi alla CGUE si veda, *infra*, § 5; per un'accesa analisi della contrarietà del programma al mandato della Bce, si veda, per tutti, P. YOWELL, *Why the Ecb cannot save the Euro*, in W. RINGE, P.M. HUBER (a cura di), *Legal challenges in the global financial crisis*, cit., spec. 118-119.

⁽¹⁰⁸⁾ Si veda la pagina ufficiale della BCE, www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html. Di recente, la BCE ha più volte preannunciato la progressiva "normalizzazione" delle politiche monetarie espansive, pur mantenendo un atteggiamento complessivamente cauto alla luce delle incertezze macroeconomiche globali e del perdurare di minacce alla stabilità a livello regionale.

⁽¹⁰⁹⁾ Nel primo quinquennio della crisi, i governi europei hanno approvato misure di sostegno diretto e indiretto a favore del sistema finanziario per un ammontare pari a oltre il 10% del PIL totale, essenzialmente volte a ridurre l'instabilità finanziaria e prevenire l'acuirsi degli effetti negativi per l'economia reale. Ciò ha inevitabilmente comportato una profonda revisione delle regole in materia di aiuti di Stato nel settore bancario. A partire dal 2008, la Commissione europea ha quindi emanato una serie di comunicazioni in materia di aiuti di stato nel settore bancario nel contesto della crisi finanziaria, l'ultima delle quali adottata nel luglio 2013 (2013/C 216/01), nelle quali ha fornito orientamenti dettagliati sui criteri da applicare per la valutazione di compatibilità degli aiuti di Stato concessi al settore finanziario con il mercato interno ai sensi dell'articolo 107(3)(b) del TFUE, norma che autorizza in via eccezionale gli aiuti destinati a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro. Anteriormente all'adozione di tali Comunicazioni, la Commissione ha adottato decisioni in diversi casi singoli (*Northern Rock*, *West LB*, *Sachsen LB*, *Roskilde Bank*, *Bredford & Bingley*, *Hypo Real Estate Holding Ag*) basandosi sugli orientamenti formulati nella Comunicazione del 2004 sulle imprese in difficoltà (2004/C244/02). In argomento, tra i molti, T.J. DOLEYS, *Managing State Aid in a Time of Crisis: Commission Crisis Communications and the Financial Sector Bailout*, in *Journal of European Integration*, 2012, 549; M. LIBERATI, *La crisi del settore bancario tra aiuti di Stato e meccanismi di risanamento e risoluzione*, in *Riv. it. dir. pubbl. comun.*, 1339, 2014; F. CROCI, *L'impatto della crisi finanziaria sugli aiuti di Stato al settore bancario*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 2014, 733; A. CANEPA, *Il difficile equilibrio fra concorrenza e aiuti di stato nella crisi: ruolo e scelte della Commissione nel settore bancario*, in *Amministrazione in cammino*, 2016.

raccordo tra amministrazioni sovranazionali e nazionali nell'ambito dei due pilastri attualmente consolidati dell'unione bancaria (EBU), costituiti da un regime di vigilanza prudenziale unitario incentrato su una (riformata) BCE e un sistema di risoluzione per gli intermediari bancari basato sull'interazione tra Single Resolution Board (SRB), autorità nazionali di risoluzione, Commissione e Consiglio.

Sugli assetti di tipo istituzionale si concentrano le riflessioni che seguono, atte a introdurre la problematica posta dall'emersione di una rete regolatoria macroprudenziale.

2.2 Gli assetti della vigilanza continentale

2.2.1 La BCE, il SEBC e i problemi delle origini

Nell'assetto istituzionale di governo dei mercati finanziari antecedente la crisi, le responsabilità di vigilanza verso gli intermediari bancari e finanziari risultavano essenzialmente attribuite alle autorità nazionali. Il legislatore europeo non aveva fornito indirizzi in ordine alla preferibilità di una data articolazione dei regimi previsti dagli Stati membri alla luce della varietà delle soluzioni prescelte nei singoli ordinamenti e dell'assenza di chiare evidenze in ordine alla superiorità di un dato modello. Risultava parimenti in tutto rimesso alla libera determinazione degli Stati la scelta, da sempre cruciale, circa l'allocazione di tali compiti rispettivamente alla banca centrale o ad autorità da questa distinte ⁽¹¹⁰⁾.

Nondimeno, il problema dell'articolazione della vigilanza sul sistema bancario e finanziario era stato particolarmente dibattuto nell'ambito dell'istituzione del SEBC, ponendosi l'interrogativo sul se o meno dovesse ipotizzarsi un qualche ruolo del Sistema o della BCE stessa nelle politiche di vigilanza nazionali. Già nel corso degli anni '90, invero, alcuni studiosi ritenevano insostenibile mantenere le responsabilità di supervisione a livello nazionale ⁽¹¹¹⁾, prevalentemente sulla base di tre argomenti.

⁽¹¹⁰⁾ Per una rassegna generale sul tema si rinvia a quanto discusso nel Capitolo Primo.

⁽¹¹¹⁾ Per una disamina del dibattito nella fase di impianto del SEBC, rimangono tuttora riferimento fondamentale M. SARCINELLI, *The European Central Bank: A Full-Fledged Scheme or Just a «Fledgeling»*, in Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, 1992, 119; C. HADJIEMMANUIL, *The European Central Bank and Banking Supervision*, Studies in International Financial & Economic Law, London, The London Institute of International Banking, Finance & Development Law, 1996; R. SMITS, *The European Central Bank*, cit., 334 ss. Più di recente, il tema è stato ripreso in occasione della riforma del quadro istituzionale di vigilanza europeo; si vedano, tra i vari contributi, oltre quelli citati nel prosieguo, P. BILANCIA, *Il sistema europeo di regolamentazione dei servizi finanziari*, in Il diritto dell'economia, 2008, 45; M. OCCHIENA, *La riforma della vigilanza finanziaria dell'Unione europea*, in Il diritto dell'economia, 2010, 637; F. CIRAIOLO, *Il processo di integrazione del mercato unico dei servizi finanziari, dal metodo Lamfalussy alla riforma della vigilanza finanziaria*, in Il diritto dell'economia, 2011, 415; S. DEL GATTO, *Il problema dei rapporti tra la Bce e l'Abe*, in Riv. trim. dir. pubbl., 4, 2015. Per le posizioni critiche sull'impostazione seguita a Maastricht, su cui *infra* nel testo, si vedano, in particolare, B.

In primo luogo, si sottolineava come la crescente integrazione dei mercati finanziari nell'ambito di un mercato unico e con una valuta comune di diffuso utilizzo avrebbe generato rischi di instabilità a livello transnazionale capaci di propagarsi oltre i confini di un singolo Stato, ciò sollecitando un'esigenza dapprima di coordinamento e poi di successiva centralizzazione dell'attività di regolazione e vigilanza ⁽¹¹²⁾. Tale argomento lasciava comunque impregiudicata la questione dell'allocazione di poteri di vigilanza o regolazione all'istituenda autorità monetaria europea, potendosi infatti addivenire a una soluzione che - salvaguardando la prospettiva di attrazione sovranazionale e verticale delle competenze - realizzasse un consolidamento dei diversi comitati di autorità nazionali all'epoca esistenti in una nuova e autonoma agenzia ⁽¹¹³⁾.

Secondo un'altra linea di pensiero, occorre valorizzare la strumentalità delle competenze di vigilanza rispetto all'esercizio delle funzioni attribuite alla BCE e al SEBC ⁽¹¹⁴⁾. La vigilanza sugli intermediari bancari, in ragione del ruolo chiave di questi ultimi nella catena di trasmissione degli impulsi di politica monetaria, risultava un elemento cruciale per il rafforzamento della *stance* del nuovo sistema europeo e per il corretto adempimento delle responsabilità in materia di funzionamento dei sistemi di pagamento; in un sistema finanziario integrato e dotato di una moneta unica, peraltro, la robustezza del sistema bancario avrebbe costituito una necessaria preconditione per il mantenimento della stabilità monetaria ⁽¹¹⁵⁾, risultando quindi necessario procedere a una sua "sottrazione" all'ingerenza nazionale. Contrariamente al precedente, tale argomento

EICHENGREEN, *Should the Maastricht Treaty be Saved?*, Princeton Studies in International Finance no. 74, 1992; P.B. KENEN, *Economic and Monetary Union in Europe: Moving Beyond Maastricht*, 1995, spec. 32-35.

⁽¹¹²⁾ Tali considerazioni (profetiche) vennero sviluppate, già nel 1992, da X. VIVES, *The Supervisory Function of the European System of Central Banks*, in *Giornale degli economisti e annali di economia*, 1992, 523; l'A. indicava nell'Istituto monetario europeo il candidato ideale per lo svolgimento di tale funzione di vigilanza e regolazione, al contempo suggerendo l'istituzione di uno schema europeo di garanzia dei depositi. Per una rassegna degli strumenti di cooperazione tra le autorità di vigilanza europee nell'imminenza dell'avvio delle attività della BCE, R. SMITS, *The European Central Bank*, cit., 330-334, il quale ricorda (i) i *memoranda of understanding* sottoscritti su base multilaterale dalle diverse autorità nazionali, (ii) la Banking Advisory Committee (già ricordata *supra* nel testo) istituita dalla prima direttiva bancaria, (iii) il c.d. "Gruppo di contatto" attivo in maniera informale anteriormente alla prima direttiva, e (iv) la Banking Supervisory Subcommittee del Comitato dei Governatori. Su quest'ultimo organo, si veda la Decisione 64/300/CEE del Consiglio dell'8 maggio 1964, relativa alla collaborazione tra le Banche centrali degli Stati membri della Comunità economica europea, come modificata dalla Decisione 90/142/CEE del Consiglio del 12 marzo 1990 che modifica la decisione 64/300/CEE relativa alla collaborazione tra le banche centrali degli Stati membri della Comunità economica europea.

⁽¹¹³⁾ Esamina tale ipotesi C. HADJIEMMANUIL, *The European Central Bank*, cit., 19-21.

⁽¹¹⁴⁾ Per una disamina della problematica agli albori dell'avvio della terza fase dell'UEM, R. SMITS, *The European Central Bank*, cit., 323-327.

⁽¹¹⁵⁾ R.M. LASTRA, *Central Banking and Banking Regulation*, London, London School of Economics and Political Science, 1996, 61.

spostava il peso del problema dell'allocazione delle responsabilità di vigilanza dall'integrazione entro il mercato unico all'armonica e funzionale costruzione dell'UEM⁽¹¹⁶⁾, con l'evidente rischio (poi verificatosi) del prefigurare un'asimmetria all'interno del primo in ragione della più pervasiva interdipendenza raggiunta nella seconda.

Il terzo argomento, cruciale nelle riflessioni che hanno lungamente accompagnato il dibattito sul tema⁽¹¹⁷⁾, affrontava il problema dal punto di vista dell'allocazione della funzione di credito di ultima istanza nell'UEM⁽¹¹⁸⁾. Secondo tale visione, l'attribuzione di compiti di vigilanza al SEBC o alla BCE derivava dalla necessità di consentire un vaglio di opportunità *ex ante* e un controllo stringente *ex post* sulle esposizioni creditizie nascenti dall'erogazione di facilitazioni a enti bancari con esigenze temporanee di liquidità, teoricamente realizzabile sia mediante operazioni di mercato aperto atte a generare un incremento sistematico della disponibilità che mediante interventi individuali⁽¹¹⁹⁾. A fronte di una crescente integrazione finanziaria, pertanto, l'attività di raccolta di informazioni necessaria all'esercizio di tale funzione avrebbe finito per coincidere in larga misura con quella di vigilanza sulla stabilità dei singoli intermediari, essenzialmente in considerazione della necessità - per l'istituzione di riferimento - di distinguere tra situazioni di crisi di liquidità temporanea e ipotesi di insolvenza⁽¹²⁰⁾.

La scelta operata con l'istituzione del SEBC risultò chiara nel senso del mantenimento di un sostanziale *status quo*, coerente con una non tarda presa di posizione della BCE circa i limiti della propria competenza in materia di liquidità d'emergenza⁽¹²¹⁾. A fronte del suggerimento espresso nel «rapporto Delors» circa il conferimento al SEBC

⁽¹¹⁶⁾ C. HADJEMMANUIL, *The European Central Bank*, cit., 22.

⁽¹¹⁷⁾ Si vedano come primo punto di riferimento i saggi raccolti in C.A.E. GOODHART, *Which Lender of Last Resort For Europe?*, London, Central Banking Publications, 2000.

⁽¹¹⁸⁾ L'argomento è ampiamente sviluppato in A. PRATI, G.J. SCHINASI, *Financial Stability in European Economic and Monetary Union*, Princeton (NJ), Princeton Studies in International Finance no. 86, 1999.

⁽¹¹⁹⁾ C. HADJEMMANUIL, *The European Central Bank*, cit., 24.

⁽¹²⁰⁾ A. GIOVANNINI, *The Debate on Money in Europe*, MIT Press, 1995, 358-361, citato in C. HADJEMMANUIL, *op. ult. cit.*, 26.

⁽¹²¹⁾ L'interpretazione restrittiva delle competenze di LOLR da parte della BCE è stata esplicitata nel *report* annuale del 1999 sulla base dell'art. 14(4) dello Statuto. Tale interpretazione è stata ribadita nel documento «ELA Procedures» dell'ottobre 2013 e, più di recente, nell'*Agreement on emergency liquidity assistance* del 17 maggio 2017. È importante sottolineare che la prestazione di credito di ultima istanza da parte delle banche centrali nazionali incontra un limite nell'eventuale interferenza con gli obiettivi e i compiti del SEBC; in particolare, l'accordo del maggio 2017 ribadisce che l'erogazione di credito di ultima istanza in favore di un ente insolvente o per il quale siano state avviate procedure fallimentari in base al diritto nazionale costituisce una violazione del divieto di finanziamento monetario (v. § 5.4). Per un'analisi critica della posizione della BCE, R.M. LASTRA, *International financial*, cit., 376-378, la quale nota come «*with the advent of banking union and, in accordance with Article 18 of the ESCB Statute, Article 127 TFEU, and the principle of subsidiarity, the ECB should be in all effect lender of last resort for all those institutions it now supervises*».

di responsabilità di coordinamento delle prassi di vigilanza ⁽¹²²⁾, nel corso dei lavori preparatori per il Trattato di Maastricht la Commissione dei Governatori delle banche centrali propose una prima versione dello statuto del SEBC nella quale erano previste specifiche funzioni di controllo prudenziale ⁽¹²³⁾. Tuttavia, a causa della contrarietà delle delegazioni francese e tedesca, le versioni finali del Trattato e dello Statuto determinarono l'attribuzione al SEBC, dai confini giuridicamente incerti ⁽¹²⁴⁾, del solo compito di contribuire «ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario» (art. 3 dello Statuto), pur con l'opportunità aperta da una futura attivazione (infine avvenuta) della clausola di cui all'articolo 105(6) del Trattato ⁽¹²⁵⁾ e 25(2) dello Statuto per il conferimento di *specifici compiti* in materia ⁽¹²⁶⁾.

Le problematiche dell'assetto di vigilanza e regolazione esistente erano, tuttavia, ben note alle istituzioni comunitarie e agli Stati membri, come ben presenti erano le implicazioni *sistemiche* annesse a un'integrazione dei mercati non accompagnata da un miglioramento delle prassi di coordinamento e cooperazione tra tutte le autorità nazionali coinvolte ⁽¹²⁷⁾.

⁽¹²²⁾ Al punto 32 del rapporto si leggeva che il sistema prefigurato avrebbe partecipato «*in the coordination of banking supervision policies of the supervisory authorities*».

⁽¹²³⁾ Committee of Governors of the Central Banks of the Member States of the European Community, *Draft Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank*, pubblicato in *Europe Documents*, Bruxelles, no. 1669/1670, dicembre 1990, ove si sarebbe attribuito al SEBC il compito di «[to] participate as necessary in the formulation, coordination and execution of policies relating to prudential supervision and the stability of the financial system». Come riportato da HADJIEMMANUIL (*op. ult. cit.*, 29), tale proposta derivava da tre considerazioni, rappresentate nel corso dei lavori della conferenza intergovernativa: «*Firstly, the System, even though operating strictly at the macro-economic level, will have a broad oversight of developments in financial markets and, therefore, should possess a detailed working knowledge which would be of value to the exercise of supervisory functions. Secondly, the ESCB's primary objective of price stability will be supported by the stability and soundness of the banking system in the Community as it evolves. Thirdly, measures to deal with fragility or disturbance in the banking system must take account of their effect on monetary objectives and policies*».

⁽¹²⁴⁾ Un'approfondita analisi delle problematiche interpretative sollevate da tale formulazione è sviluppata nel più volte citato scritto di HADJIEMMANUIL, *op. ult. cit.*, spec. 31 ss.

⁽¹²⁵⁾ Oggi, come noto, l'articolo 127(6) del TFUE. Sul carattere anacronistico di tale previsione, non oggetto di modifica da parte del Trattato di Lisbona, si veda R.M. LASTRA, *International financial*, cit., 267.

⁽¹²⁶⁾ È appena il caso di soggiungere che nel *framework* istituzionale del SEBC si provvede all'istituzione di un apposito comitato, denominato Comitato per la vigilanza bancaria (c.d. *Banking Supervision Committee*), ai sensi dell'articolo 8 del regolamento interno del Consiglio generale (BCE/2004/12).

⁽¹²⁷⁾ Già nel suo piano d'azione del 1999, ad esempio, la Commissione significativamente notava: «*(l)a legislazione comunitaria offre una base giuridica vincolante per la cooperazione transfrontaliera tra le autorità di vigilanza bancarie. Tale cooperazione è retta da memorandum d'intesa bilaterali tra le autorità nazionali. Recentemente taluni hanno sostenuto che questa struttura non è più sufficientemente solida per contenere gli effetti transfrontalieri dell'insolvenza di enti di grandi dimensioni. La Commissione non condivide il parere che le modalità di cooperazione attuali non siano adeguate allo stato presente del mercato bancario unico. Essa ritiene tuttavia che vi sia bisogno di una valutazione politica ad alto livello, con la partecipazione di tutti gli organi a livello UE e nazionale che hanno competenze in materia di vigilanza bancaria, delle condizioni in cui potrebbe essere indispensabile un riesame delle presenti disposizioni in proposito*»; cfr., COMMISSIONE EUROPEA, *Servizi Finanziari. Messa in atto del quadro di azione*, cit., 11-12.

Nei primi anni Duemila, l'articolazione della vigilanza europea fu in larga parte influenzata dalle conclusioni del già ricordato «rapporto Lamfalussy»⁽¹²⁸⁾, che ispirarono l'istituzione di un *framework* basato su un doppio livello sovranazionale di comitati con compiti di supporto alla regolazione e al coordinamento delle attività di vigilanza rimesse alle autorità domestiche. Il processo regolatorio e di controllo si articolava su quattro piani. Al primo erano adottati gli atti di rango legislativo da parte di Parlamento e Consiglio su proposta della Commissione contenenti «*the core political principles, the essential elements of each proposal [and] the nature and the extent of the technical implementing measures that should be taken at the second level*». Al secondo livello era allocata l'adozione di atti di implementazione delle misure di rango primario, rimessa alla Commissione europea in consultazione con una European Securities Committee (ESC)⁽¹²⁹⁾ e con il supporto di una European Securities Regulators Committee (ESRC)⁽¹³⁰⁾. Nel terzo e quarto livello ricadevano invece atti volti a garantire un'attuazione coerente delle regole europee, anche mediante emanazione di raccomandazioni e *standard* e l'analisi delle prassi adottate dalle autorità degli Stati membri sotto la guida dell'ESRC, e ad assicurare la concreta applicazione delle misure (*enforcement*). Tale schema, originariamente concepito per il solo settore mobiliare⁽¹³¹⁾, venne esteso all'intermediazione bancaria e assicurativa mediante creazione di ulteriori comitati paralleli di secondo⁽¹³²⁾ e terzo livello⁽¹³³⁾.

Combinati con le considerazioni più sopra svolte in merito ai profili essenziali dell'integrazione nell'UEM, gli sviluppi sin qui succintamente descritti evidenziano i difetti strutturali dell'architettura regolatoria e di vigilanza precedente la crisi.

⁽¹²⁸⁾ *Final Report of the Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Market*, Bruxelles, 15 febbraio 2001.

⁽¹²⁹⁾ L'ESC era composta da rappresentanti degli Stati membri e non delle autorità di regolazione, rientrando quindi nell'alveo dei comitati della c.d. comitologia.

⁽¹³⁰⁾ In particolare, la Commissione - consultata l'ESC - richiedeva consulenza all'ESRC sulle misure tecniche di implementazione; l'ESRC procedeva quindi a una consultazione pubblica in esito alla quale forniva il proprio parere. Sulla base di questo, la Commissione sottoponeva la proposta di misure all'ESC, alla cui votazione seguiva l'esame da parte del Parlamento volto a valutare la coerenza della stessa con i limiti stabiliti dalle misure di primo livello, e la successiva definitiva adozione dell'atto.

⁽¹³¹⁾ Lo schema è stato in concreto attuato mediante adozione delle decisioni istitutive dei due comitati: la decisione 2001/527/CE che istituisce il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari; la decisione 2001/528/CE che istituisce il comitato europeo dei valori mobiliari.

⁽¹³²⁾ 2004/9/CE: Decisione della Commissione, del 5 novembre 2003, che istituisce il comitato europeo delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali; 2004/10/CE: Decisione della Commissione, del 5 novembre 2003, che istituisce il comitato bancario europeo.

⁽¹³³⁾ 2004/5/CE: Decisione della Commissione, del 5 novembre 2003, che istituisce il comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria; 2004/6/CE: Decisione della Commissione, del 5 novembre 2003, che istituisce il comitato delle autorità europee di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali.

Questa si presentava sbilanciata su un'attività di regolazione non adeguatamente isolata da pressioni dirette al mantenimento delle discrezionalità nazionali in sede di recepimento e implementazione ⁽¹³⁴⁾, debole in punto di capacità di influire sulla convergenza delle prassi di vigilanza dati i limiti (anche di esperienza e risorse concrete) degli strumenti di coordinamento previsti al “livello tre” dello schema *Lamfalussy*, e inadeguata rispetto alla minaccia posta da crisi di carattere sistemico. Sotto quest'ultimo profilo, in particolare, rilevavano l'obbligatoria interazione tra più autorità domestiche con prassi e incentivi diversi ⁽¹³⁵⁾, il carattere frammentario delle responsabilità in ragione dell'adozione di un approccio tripartito non corredato dalla possibilità di addivenire a una visione d'insieme degli sviluppi e dell'accumularsi di rischi di contagio, l'allocazione di competenze di credito di ultima istanza in capo alle singole banche centrali nazionali, e l'assenza di un ruolo giuridicamente definito nell'ambito della vigilanza bancaria per il SEBC.

A fronte di tali premesse, la magnitudo della crisi finanziaria non avrebbe potuto che agire da detonatore.

2.2.2 Le conseguenze della crisi (II): le agenzie di regolazione microprudenziale

La riforma dell'architettura di regolazione per il mercato unico operata mediante implementazione delle raccomandazioni formulate nel rapporto de Larosière costituisce il precipitato di quello che è stato individuato come il «primo stadio» degli effetti nocivi della crisi finanziaria globale sull'Unione ⁽¹³⁶⁾. Sebbene contraddistinta da fattori di origine esterna al mercato europeo, tale congiuntura ha segnalato l'incapacità del sistema continentale di rispondere a un fenomeno di rilevante portata attraverso la propria architettura “concettuale” basata sugli architravi dell'armonizzazione minima, della vigilanza nazionale e del coordinamento *à la Lamfalussy* ⁽¹³⁷⁾. Ne sono derivate un

⁽¹³⁴⁾ In tal senso, anche LO SCHIAVO, il quale nota che *«the strong “national imprinting” of the committees’ functions or the absence of legally binding powers of the committees have proved to be inadequate to coordinate efficiently national regulators and supervise financial markets»*; cfr., G. LO SCHIAVO, *The role of financial stability*, cit., 149.

⁽¹³⁵⁾ Peraltro, potenzialmente esacerbati dalla considerazione di contesti macroeconomici nazionali a loro volta non adeguatamente coordinati e monitorati in sede europea.

⁽¹³⁶⁾ S. CAPPIELLO, *Il meccanismo di adozione delle regole e il ruolo della European Banking Authority*, in R. D'AMBROSIO (a cura di), *Scritti sull'Unione bancaria*, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale - Banca d'Italia, n. 81, Roma, 2016, 38.

⁽¹³⁷⁾ Il concetto, ripreso unanimemente e acriticamente dalla scienza giuridica, si ritrova in maniera pressoché esplicita nel primo considerando dei Regolamenti istitutivi delle tre ESAs: *«la crisi finanziaria del 2007 e del 2008 ha evidenziato una serie di lacune nella vigilanza finanziaria, sia in casi specifici sia in relazione al sistema finanziario nel suo complesso. I modelli di vigilanza nazionali non sono riusciti a stare al passo con la globalizzazione*

rafforzamento della struttura regolatoria con la definizione di un *Single Rulebook* bi-livello, e l'istituzione di un sistema *two-tier* ⁽¹³⁸⁾ specificamente orientato alla protezione della stabilità finanziaria; quest'ultimo si compone di quattro autorità europee: tre agenzie con responsabilità regolatorie che si possono genericamente definire di tipo microprudenziale ⁽¹³⁹⁾, e un comitato (l'ESRB), che ne rappresenta la componente macroprudenziale.

In linea generale, il nuovo indirizzo organizzativo attribuisce alla componente sovranazionale del SEVIF di tipo microprudenziale l'esercizio di tre fondamentali funzioni strumentali all'integrazione dei mercati finanziari nell'Unione ⁽¹⁴⁰⁾; come si è notato, tale architettura ha comportato un superamento del modello tradizionale delle agenzie europee con compiti di coordinamento e assistenza ai regolatori nazionali, in virtù dell'attribuzione «*ad autorità sovranazionali, decentrate rispetto alle tradizionali istituzioni europee, di più incisivi strumenti di intervento per regolare e controllare lo svolgimento delle attività rilevanti*» ⁽¹⁴¹⁾.

In primo luogo, e in misura largamente prevalente, le tre ESAs concorrono direttamente e in maniera particolarmente incisiva alla funzione di regolazione. Ciò avviene in due modi: per un verso, le autorità sottopongono alla Commissione europea o al Consiglio - a fronte di una delega in tal senso nella legislazione di livello primario - progetti di *regulatory technical standards* (RTS) e *implementing technical standards* (ITS) in esito a processi che prevedono la costituzione di gruppi di lavoro partecipati dalle competenti autorità nazionali di settore e lo svolgimento di consultazioni pubbliche ⁽¹⁴²⁾; per altro verso, elaborano, sempre mediante percorsi decisionali *condivisi* con le autorità nazionali

finanziaria e la realtà integrata e interconnessa dei mercati finanziari europei, nei quali numerosi istituti finanziari operano a livello transnazionale. La crisi ha evidenziato gravi lacune in materia di cooperazione, coordinamento, applicazione uniforme del diritto dell'Unione e fiducia tra le autorità nazionali di vigilanza.

⁽¹³⁸⁾ B. HAAR, *Organizing Regional Systems: the EU Example*, in N. MOLONEY, E. FERRAN, J. PAYNE (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, cit., 174.

⁽¹³⁹⁾ L'Autorità bancaria europea - EBA; l'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari - ESMA; l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali - EIOPA.

⁽¹⁴⁰⁾ Per approfondimenti sull'organizzazione del SEVIF, si rinvia, nella vasta letteratura in argomento, a P.G. TEIXEIRA, *The Regulation of the European Financial Market after the Crisis*, in P. DELLA POSTA, L.S. TALANI, *Europe and the Financial Crisis*, Chippenham, Palgrave Macmillan, 2011, 9; V. CERULLI IRELLI, *Dalle agenzie europee alle autorità europee di vigilanza*, in M.P. CHITI, A. NATALINI (a cura di), *Lo spazio amministrativo europeo. Le pubbliche amministrazioni dopo il Trattato di Lisbona*, Bologna, il Mulino, 2012; E. CHITI, *Le architetture*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi*, cit., 159, *passim*; F. CAPRIGLIONE, A. TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Padova, Cedam, 2014; P. WEISMANN, *European agencies and risk governance in EU financial market law*, Abingdon - New York, Routledge, 2016, spec. 81-180; M. SIMONCINI, *Nuovi regolatori e vecchi principi nel diritto dell'UE*, cit.; G. GASPARRI, *I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti*, CONSOB - Quaderni Giuridici, 2017.

⁽¹⁴¹⁾ In questi termini, G. GASPARRI, *I nuovi assetti istituzionali*, cit., 12.

⁽¹⁴²⁾ Per un'attenta disamina dell'assetto regolatorio così realizzato, si veda A. GARDELLA, *L'EBA e i rapporti con la Bce e con le altre autorità di supervisione e di regolamentazione*, in M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di), *L'unione bancaria europea*, cit., 115, spec. 126 ss.

di settore, strumenti vari di *soft regulation* quali orientamenti, linee guida, *opinion* e Q&A pubblici, rivolti al mercato e alle autorità nazionali stesse e assistiti da meccanismi di *comply or explain*, intesi a favorire un'applicazione omogenea del diritto finanziario europeo, a contribuire al consolidamento del quadro regolatorio armonizzato, e a costruire una cultura comune di supervisione tra le autorità nazionali ⁽¹⁴³⁾.

In secondo luogo, le autorità svolgono attività di monitoraggio degli sviluppi afferenti ai mercati di rispettiva competenza che, in limitati sotto-regimi regolatori pienamente attratti a livello sovranazionale, travalicano nell'esercizio di funzioni di vigilanza in senso stretto ⁽¹⁴⁴⁾. Tali attività possono peraltro tradursi, in concreto, nell'adozione di iniziative di orientamento che si riverberano sia sulla funzione di regolazione, propria o di altre istituzioni europee, che sull'attività delle amministrazioni nazionali. In esito alle stesse, infatti, le autorità spesso pubblicano documenti che, ancorché chiaramente privi di valore vincolante, sono indicativi di indirizzi di *policy* su talune tematiche nodali per il settore di pertinenza ⁽¹⁴⁵⁾.

In terzo luogo ⁽¹⁴⁶⁾, le ESAs svolgono una funzione autoritativa e di coordinamento in senso lato, atta a garantire un'implementazione fluida delle norme rilevanti all'interno del SEVIF; questa può comportare l'esercizio di poteri "investigativi", di intervento in

⁽¹⁴³⁾ Si vedano anche S. CAPPIELLO, *op. ult. cit.*, spec. 46; G. GASPARRI, *I nuovi assetti istituzionali*, cit., 19, il quale più innanzi nota come «(n)el caso degli atti di soft law emanati dalle ESAs – come visto – le [autorità nazionali competenti] hanno forti disincentivi all'inottemperanza e, nuovamente, margini molto ridotti di discrezionalità. Nella prospettiva di incentivare la fondamentale esigenza di assicurare una piena regulatory convergence e la conformità operativa tra le diverse [autorità nazionali competenti], le ESAs adottano due diversi strumenti: il primo segue il ricordato principio del "naming and shaming"; il secondo, invece, sfrutta il confronto tra le [autorità nazionali competenti] attraverso la pratica del peer review» (25).

⁽¹⁴⁴⁾ Un esempio in tal senso è rappresentato dalle competenze dell'ESMA nei confronti delle agenzie di rating del credito, tema sul quale si consenta un rinvio a G. SCIASCIA, *Credit Rating Agencies in the Context of EU Regulation of Financial Markets: Developments, Standards, Public Functions*, in E. CHITI, G. VESPERINI (a cura di), *The administrative Architecture of Financial Integration Institutional Design, Legal Issues, Perspectives*, Bologna, il Mulino, 2016. In argomento, si veda anche M. LAMANDINI, *La vigilanza diretta dell'Esma. Un modello per il futuro?*, in *Giur. comm.*, 2016, 448.

⁽¹⁴⁵⁾ Un buon recente esempio è rappresentato dalla pubblicazione da parte dell'EBA di un *Discussion Paper on the EBA's approach to financial technology (FinTech)*, nel quale vengono richiamate quali "ragioni" dell'interesse verso il fenomeno dell'innovazione tecnologica applicata al settore finanziario, gli articoli 1(5) e 9(2) del Regolamento istitutivo dell'autorità, che rispettivamente fanno riferimento al mandato generale dell'Eba («contribuire a migliorare il funzionamento del mercato interno, con particolare riguardo a un livello di regolamentazione e di vigilanza valido, efficace e uniforme; garantire l'integrità, la trasparenza, l'efficienza e il regolare funzionamento dei mercati finanziari; rafforzare il coordinamento internazionale in materia di vigilanza; impedire l'arbitraggio regolamentare e promuovere pari condizioni di concorrenza; assicurare che il rischio di credito e altri rischi siano adeguatamente regolamentati e oggetto di opportuna vigilanza, e aumentare la protezione dei consumatori»), trattata *infra* nel testo.

⁽¹⁴⁶⁾ La scienza giuridica ha proposto un tentativo di sistematizzazione in quattro pilastri delle funzioni delle autorità di vigilanza europee e, in specie, dell'EBA, ossia (i) regolatorie, (ii) consultive, informative e di indirizzo, (iii) decisorie, (iv) di indagine e controllo; così, G. CERRINA FERONI, *Verso il meccanismo unico di vigilanza sulle banche. Ruolo e prospettive dell'European Banking Authority*, in *federalismi.it*, 17, 2014.

situazioni di emergenza e di carattere semi-arbitrale ⁽¹⁴⁷⁾. Sotto il primo versante, nelle ipotesi di sospette trasgressioni del diritto europeo da parte di un'autorità nazionale, le ESAs possono effettuare indagini sulla violazione o mancata applicazione del diritto dell'UE, trasmettendo una raccomandazione all'autorità interessata cui può far seguito un parere formale della Commissione (art. 17). Le autorità possono inoltre formulare raccomandazioni al Consiglio in merito all'esistenza di una "situazione di emergenza", ovvero di «*sviluppi negativi che possano seriamente compromettere il regolare funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari nonché la stabilità generale o parziale del sistema finanziario nell'Unione*» (art. 18). Quanto alla funzione semi-arbitrale, le tre ESAs possono intervenire per dirimere conflitti tra le autorità nazionali derivanti da distonie nell'applicazione delle regole armonizzate su base transfrontaliera, quali, tipicamente, la mancanza di collaborazione tra autorità *home* e *host* nelle ipotesi di condotte di operatori attivi *cross-border* contrarie al diritto europeo e/o dell'ordinamento *host* (art. 19).

L'emersione di una forte componente sovranazionale nel governo della regolazione *microprudenziale* del mercato unico ha posto due problemi di fondo: il primo, che sarà approfondito in sede di ricognizione dei criteri giurisdizionali che guidano l'interazione tra CGUE e autorità di regolazione finanziaria, è rappresentato dalla compatibilità dell'assetto descritto con la c.d. «dottrina Meroni» ⁽¹⁴⁸⁾, ovvero l'asserito divieto di delegare scelte discrezionali o «politiche» a organismi non previsti dai Trattati; il secondo, che sarà approfondito nel prossimo paragrafo, riguarda l'interazione tra l'EBA e le due autorità-perno dei due pilastri dell'unione bancaria, ovvero la BCE e, in misura meno significativa, il SRB. Entrambe le problematiche, come si vedrà, giocano un ruolo chiave nell'individuazione dei caratteri del secondo pilastro del nuovo schema di vigilanza e regolazione, ovvero quello *macroprudenziale*, parallelamente costituito.

2.2.3 Le conseguenze della crisi (III): l'unione bancaria

Ad appena due anni dalla revisione del quadro istituzionale per l'intero mercato unico sin qui trattata, e nel momento di più acuta difficoltà della moneta unica attraversato

⁽¹⁴⁷⁾ Osserva DEL GATTO, ancorché con specifico riferimento all'EBA, come, in tali ipotesi, le autorità esercitano «*poteri autoritativi e poteri sostitutivi nei confronti delle autorità nazionali di vigilanza che non si mostrino collaborative e non si conformino alle [rispettive] decisioni*»; S-DEL GATTO, *I rapporti*, cit., 1230.

⁽¹⁴⁸⁾ In argomento, si veda, *infra*, § 5 e letteratura ivi citata. Sulla rilevanza della dottrina Meroni, CHAMON ha rilevato a tal proposito come, in linea generale, «(a)lthough [...] the importance of Meroni was not overlooked by legal scholars at the time of the ruling itself, Meroni really came into prominence decades later when the question of delegation resurfaced following agencification»; cfr. M. CHAMON, *EU Agencies. Legal and Political Limits to the Transformation of the EU Administration*, Oxford, OUP, 2016, 185.

nell'estate del 2012, la Commissione europea ha proposto la costituzione di una «unione bancaria» europea (EBU) ⁽¹⁴⁹⁾ basata su tre pilastri ⁽¹⁵⁰⁾: un meccanismo di vigilanza unico (MVU) ⁽¹⁵¹⁾; un meccanismo unico per il risanamento e la risoluzione degli enti creditizi (MRU) ⁽¹⁵²⁾; un sistema comune di garanzia dei depositi (EDIS).

Gli obiettivi generali dell'EBU sono stati identificati nella necessità di far fronte ai rischi bancari e finanziari specifici dell'area monetaria unica ⁽¹⁵³⁾, di interrompere il c.d. *vicious circle* tra debito sovrano e attività bancaria, e di contenere il rischio di frammentazione del mercato finanziario europeo ⁽¹⁵⁴⁾, la cui crescente integrazione - come ribadito - non è stata accompagnata da un esercizio coordinato, e men che meno condiviso, delle funzioni di controllo da parte delle autorità nazionali. Al contempo, l'unione bancaria e, in particolare, il suo pilastro di vigilanza a trazione sovranazionale, ha inteso ridurre le competenze delle autorità nazionali quale contropartita del raggiungimento di un accordo per la ricapitalizzazione degli istituti bancari tramite risorse del MES, il cui effetto risulta essere una sostanziale, ma indiretta, mutualizzazione di rischi

⁽¹⁴⁹⁾ Tra le trattazioni sistematiche sull'EBU si vedano, nella già ricca letteratura, F. CAPRIGLIONE, *L'Unione bancaria europea: una sfida per un'Europa più unita*, Torino, Utet, 2013; S. ANTONIAZZI, *L'Unione bancaria europea: i nuovi compiti della BCE di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2014, 359 (prima parte), 717 (seconda parte); S. BARONCELLI, *L'unione bancaria europea e il meccanismo di risoluzione delle crisi*, in Quad. cost., 2014, 447; G. BOCCUZZI, *L'unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Roma, Bancaria, 2015; D. BUSCH, G. FERRARINI (a cura di), *European Banking Union*, London, OUP, 2015; N. LUPO, R. IBRIDO, *Which democratic oversight on the Banking Union? The role of the Euro-national parliamentary system*, in Law and Economics Yearly Review, 2015, 289; M. XAFA, *European banking union, Three years on*, Centre for international governance innovation, Waterloo, Ontario, 2015; M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di), *L'unione bancaria europea*, cit.; A. BAGLIONI, *The European banking union: a critical assessment*, London-New York, Palgrave Macmillan, 2016; D. HOWART, L. QUAGLIA, *The political economy of European banking union*, New York, OUP, 2016; J. E. CASTAÑEDA, D.G. MAYES, G. WOOD, *European banking union: prospects and challenges*, London-New York, Routledge, 2016; J. BINDER, C. GORTSOS, *The European Banking Union. A Compendium*, München-Oxford, C.H. Beck - Hart - Nomos, 2016; R. IBRIDO, *L'Unione bancaria europea. Profili costituzionali*, Torino, Giappichelli, 2017.

⁽¹⁵⁰⁾ Si veda, COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio. Una tabella di marcia verso l'Unione bancaria*, COM (2012) 510 final.

⁽¹⁵¹⁾ Istituito dal Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi.

⁽¹⁵²⁾ Istituito dal Regolamento (UE) n. 806/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 luglio 2014, che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro di un meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico e che modifica il Regolamento (UE) n. 1093/2010.

⁽¹⁵³⁾ Nel cui perimetro, si notava, «l'accentramento delle competenze in materia di politica monetaria ha stimolato una forte integrazione economica e finanziaria e accresciuto la possibilità di effetti di ricaduta transfrontaliera in caso di crisi bancarie»; cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio. Una tabella di marcia verso l'Unione bancaria*, cit., 2.

⁽¹⁵⁴⁾ Come notato da FERRAN, «(t)he European banking sector had become more integrated in the pre-crisis era, but recent years have seen the resurgence of a home bias, financial fragmentation and retrenchment along largely national lines, leading to uneven and asymmetric funding pressures»; E. FERRAN, *European banking union. Imperfect, But It Can Work*, in D. BUSCH, G. FERRARINI (a cura di), *European Banking Union*, cit., 60.

tra gli Stati membri: «(a) *euro area banking supervisor, free from national capture, would have instead its incentives aligned with those of the [MES], namely of minimising the banking risks and potential costs for the whole of the euro area Member States and their respective taxpayers*»⁽¹⁵⁵⁾.

Al presente, tale progetto risulta tuttavia solo in parte completo: l'avvio del MVU nel novembre 2014 e delle attività del SRB nel gennaio 2016 hanno segnato il sostanziale consolidamento dei primi due pilastri, mentre il concreto varo dell'EDIS risulta impedito dal complesso negoziato in corso attorno alla proposta formulata dalla Commissione⁽¹⁵⁶⁾. Nondimeno, i due meccanismi ad oggi in vigore hanno avuto significativi riflessi per l'architettura di vigilanza e regolazione del sistema bancario europeo e, in particolare, dell'eurozona⁽¹⁵⁷⁾, dando vita a un composito «*sistema a cerchi concentrici*»⁽¹⁵⁸⁾ nel quale convivono molteplici modelli di integrazione e «*suddivisione del lavoro*» tra le amministrazioni coinvolte⁽¹⁵⁹⁾. Questi, come si vedrà, incidono significativamente sull'articolazione della rete di regolazione macroprudenziale europea, generando un apparato che, combinando decentralizzazione e centralizzazione delle decisioni, origine un peculiare schema di competenze «*parallele e condivise*» (v. *infra*, § 3.2)⁽¹⁶⁰⁾.

Con particolare riguardo al profilo istituzionale e funzionale qui in rilievo, l'EBU ha determinato due conseguenze fondamentali, la cui enucleazione risulterà utile per la successiva definizione delle interazioni e dei caratteri della rete regolatoria macroprudenziale europea in punto di equilibrio tra componente tecnica e politica e forme di *accountability*.

⁽¹⁵⁵⁾ In questi termini, P.G. TEIXEIRA, *The Single Supervisory Mechanism: Legal and Institutional Foundations*, in AA.VV., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, no. 75, 2014, 73, 77, il quale successivamente evidenzia come il MVU «*aims therefore at matching European competences with European liabilities*» (91).

⁽¹⁵⁶⁾ Si veda la Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) n. 806/2014 al fine di istituire un sistema europeo di assicurazione dei depositi, COM (2015) 586 final, 24 novembre 2015. In argomento, si consenta il rinvio a G. SCIASCIA, D. FLAISZHAKER, *From the fiscal backstop to the establishment of a deposit guarantee scheme: the road towards a fully-fledged Eurozone*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2018, 1, 73.

⁽¹⁵⁷⁾ Si rammenta tuttavia che un meccanismo di *opt-in* disciplinato dall'articolo 7 del Regolamento 1024/2013 consente l'instaurazione di una «*cooperazione stretta*» con le autorità competenti degli Stati membri partecipanti la cui moneta non è l'euro.

⁽¹⁵⁸⁾ M. MACCHIA, *L'architettura europea dell'unione bancaria tra tecnica e politica*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2015, 1579, 1600.

⁽¹⁵⁹⁾ Si vedano, in argomento, S. CASSESE, *La nuova architettura finanziaria europea*, in *Giorn. dir. amm.*, 2014, 79, spec. 81 ss., nonché i saggi di C. FIGLIOLA, *I rapporti con le banche centrali nazionali*, e V. FERRARO, *Il rapporto tra il "Comitato unico di risoluzione" e le pubbliche amministrazioni nazionali*, in M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di), *L'Unione bancaria europea*, cit. Il carattere composito del sistema è evidenziato anche in M. LAMANDINI, *Il diritto bancario dell'Unione*, in R. D'AMBROSIO (a cura di), *Scritti sull'Unione bancaria*, cit.

⁽¹⁶⁰⁾ A. MAGLIARI, *I procedimenti amministrativi di vigilanza bancaria nel quadro del Single Supervisory Mechanism. Il caso dell'applicazione dei diritti nazionali da parte della Bce*, in *Riv. dir. banc.*, 11, 2015, 9. Nello stesso senso, P.G. TEIXEIRA, *The Single Supervisory Mechanism*, in AA.VV., *Dal Testo unico bancario*, cit., 84.

Per un verso, l'EBU ha segnato il trasferimento, o, quanto meno, la condivisione con il livello nazionale, ancorché a geometrie variabili, di estese competenze rispettivamente afferenti alla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e al risanamento e alla risoluzione degli stessi in ipotesi di dissesto, da cui sono derivati sia una profonda riforma della struttura organizzativa della BCE che la costituzione di una nuova agenzia. Come effetto inevitabile di ciò, per altro verso, essa ha comportato l'emersione di una fitta rete di interazioni verticali e orizzontali tra i vari attori ⁽¹⁶¹⁾, tra cui figurano, oltre alla BCE e al SRB, le autorità nazionali, le ESAs, le istituzioni politiche dell'Unione, i parlamenti nazionali e le corti; tali interazioni sono espressione sia dei moduli peculiari di amministrazione attorno ai quali è organizzata la burocrazia dell'unione bancaria, sia della natura composita e frammentata del regime di *accountability* che, estendendosi al profilo delle tutele per i soggetti regolati, connota il sistema nel suo complesso ⁽¹⁶²⁾.

Sotto il primo profilo, l'adozione dei Regolamenti istitutivi del MVU e del MRU ha comportato la condivisione di rilevanti compiti, poteri e responsabilità di governo del sistema finanziario tra livello nazionale e sovranazionale, attribuendo un ruolo di perno alla BCE e, in misura minore, al SRB. Con riferimento alla prima, il bilanciamento tra i vincoli derivanti dal Trattato e la volontà di assicurare una separazione tra i processi decisionali rispettivamente afferenti alle decisioni di politica monetaria e alla *day-to-day supervision* ⁽¹⁶³⁾, hanno determinato la costituzione di un Supervisory Board responsabile della preparazione delle decisioni finali in materia di vigilanza da sottoporre all'approvazione del Consiglio direttivo dell'istituto ⁽¹⁶⁴⁾, e di un apposito *mediation panel*, chiamato a risolvere eventuali divergenze in caso di reiezione delle proposte ⁽¹⁶⁵⁾. Quanto al secondo, in assenza di fonti normative *ad hoc* o di vincoli ulteriori all'interno dei Trattati,

⁽¹⁶¹⁾ A parere di IBRIDO, «il grado di integrazione raggiunto con le recenti riforme sembrerebbe collocare l'Unione bancaria a metà strada fra il modello della rete e quello dell'Eurosistema»; si veda, R. IBRIDO, *L'Unione bancaria*, cit., 192.

⁽¹⁶²⁾ In tal senso, come notato da IBRIDO, l'EBU «va annoverata non già fra gli esempi di trasferimento delle competenze sovrane, bensì di condivisione di queste ultime secondo inediti modelli di coordinamento e cogestione»; cfr. R. IBRIDO, *L'Unione bancaria europea*, cit., 129.

⁽¹⁶³⁾ Su questi profili si veda, in particolare, C. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in Banca impr. soc., 2015, 73, spec. 77-78. TEIXEIRA ha evidenziato come il principio di separazione tra politica monetaria e vigilanza «is one of the foundational legal principles of the SSM»; P.G. TEIXEIRA, *The Single Supervisory Mechanism*, in AA.VV., *Dal Testo unico bancario*, cit., 81.

⁽¹⁶⁴⁾ Il *board* è un organo interno della BCE composto dai rappresentanti delle autorità di vigilanza degli Stati membri partecipanti e da sei ulteriori membri. Il *Chair* è nominato per un periodo di cinque anni non rinnovabili in esito a una procedura di selezione aperta su proposta della BCE e con l'approvazione del Parlamento tra persone di riconosciuto prestigio e grande esperienza professionale in campo bancario e questioni finanziarie e che non sono membri dell'Executive Board, mentre il *vice-chair* è un membro scelto tra i componenti dell'Executive Board della BCE; gli altri quattro membri sono nominati dal Governing Council della BCE, e non assolvono compiti direttamente connessi alla funzione monetaria della stessa.

⁽¹⁶⁵⁾ Art. 25, Regolamento 1024/2013.

il legislatore europeo ha ritenuto legittimo il ricorso alla clausola dell'art. 114 TFUE, configurando quindi lo schema di risoluzione unico come strumentale al funzionamento del mercato unico e l'agenzia incaricata di amministrarlo come organo soggetto ai medesimi limiti costituzionali che si vedranno incidere, come in parte accennato, sulle tre ESAs ⁽¹⁶⁶⁾.

In punto di riparto di competenze, poteri e responsabilità, i due meccanismi non hanno dato origine a un modello unitario, ciò costituendo un'indiretta conseguenza del già ricordato diverso fondamento giuridico. Nel quadro del MVU, il legislatore europeo ha configurato un'attribuzione di *compiti* alla BCE che sostanzialmente include l'intero alveo della vigilanza microprudenziale sulle banche ⁽¹⁶⁷⁾, provvedendo poi a una ripartizione in merito all'esercizio dei *poteri* che fa generalmente leva su criteri di tipo dimensionale e quali-quantitativo da cui origina la nota, ma non decisiva ⁽¹⁶⁸⁾, distinzione tra *significant* e *less significant institutions* ⁽¹⁶⁹⁾. Nel quadro del MRU, ribadendo tale ultimo schema discretivo, ma tracciando una più netta distinzione di competenze, il Regolamento 806/2014 ha conferito alla nuova autorità, in uno alla funzione di gestione del Single Resolution Fund (SRF) ⁽¹⁷⁰⁾, responsabilità pressoché esclusive in materia di

⁽¹⁶⁶⁾ Lo evidenzia anche C. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura*, cit., 85. La criticità di tale aspetto è evidenziata dal linguaggio convoluto del dodicesimo considerando del Regolamento 806/2014, ove si mette in luce l'interazione tra dissesti bancari entro gli Stati membri partecipanti ed effetti per il mercato unico nel suo complesso.

⁽¹⁶⁷⁾ In questi termini, R. D'AMBROSIO, *Meccanismo di vigilanza unico* (voce), in Enc. del dir., Milano, Giuffrè, Annali IX, 2016, 589, 594.

⁽¹⁶⁸⁾ Il Regolamento 1024/2013 prevede invero diverse eccezioni a tale criterio generale di riparto dell'esercizio dei poteri, tra cui le più significative includono il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, le modifiche alle partecipazioni rilevanti e i casi di esercizio del potere di avocazione. In linea generale si è parlato infatti di una «*unique and unprecedented juxtaposition of European and national competences*»; P.G. TEIXEIRA, *The Single Supervisory Mechanism*, in AA.VV., *Dal Testo unico bancario*, cit., 83.

⁽¹⁶⁹⁾ Si vedano gli artt. 4, 6 e 7 del Regolamento 1024/2013. Di recente, peraltro, la Corte di giustizia ha proposto una lettura alquanto estensiva del trasferimento di competenze operato, prendendo posizione verso una configurazione del citato sistema in termini di delega legislativa originaria di funzioni alla BCE, e notando che lo schema di ripartizione delle competenze configurato intende «*consentire che le competenze esclusive delegate alla BCE possano essere attuate in un contesto decentrato, piuttosto che venga organizzata una ripartizione delle competenze tra la Bce e le autorità nazionali in occasione dell'esercizio dei compiti previsti all'articolo 4, paragrafo 1, di tale regolamento*». Il riferimento è alla pronuncia del Tribunale dell'Unione europea del 16 maggio 2017, nella causa T-122/15, *Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank (LBW)*. Per un primo commento alla pronuncia, A. MAGLIARI, *Il sistema di ripartizione delle competenze all'interno del Single Supervisory Mechanism: una questione di "significatività". Considerazioni critiche a margine della sentenza Landeskreditbank Baden-Württemberg c. BCE.*, in Riv. dir. banc., 9, 2017, V. LEMMA, «*Too big to escape*»: un significativo chiarimento sull'ambito di applicazione del Single Supervisory Mechanism, in Riv. trim. dir. econ., 2017, 75; M. MACCHIA, *Meccanismo di vigilanza unico: il riparto di competenze tra Bce e autorità nazionali*, in Giorn. dir. amm., 2017, 779; G. SCIASCIA, *Il Meccanismo di vigilanza unico al vaglio della Corte di Giustizia*, in federalismi.it, 19/2018.

⁽¹⁷⁰⁾ Il SRF è disciplinato da Regolamento istitutivo del MRU e da un apposito accordo intergovernativo tra gli Stati membri partecipanti denominato *Agreement on the Transfer and Mutualization of Contributions to the Single Resolution Fund* (c.d. IGA). Come si è correttamente notato, il fondo costituisce un ulteriore strumento diretto a «*spezzare il legame fra le condizioni finanziarie delle banche e le condizioni finanziarie degli Stati che si realizza quanto il*

predisposizione dei piani di risoluzione degli intermediari significativi stabiliti negli Stati partecipanti e di relativa implementazione in caso di dissesto; per quest'ultima ipotesi, inoltre, dati i già ricordati vincoli alla discrezionalità e la stretta correlazione tra crisi, attività di vigilanza e supporto finanziario pubblico, specifiche modalità di raccordo *ex ante* informano i rapporti con la BCE, nella fase di concreto avvio della procedura, e con la Commissione e il Consiglio, in sede di adozione delle decisioni finali e verifica di compatibilità con le regole in materia di aiuti di Stato.

In tale quadro composito, e muovendo quindi al secondo profilo, è opportuno interrogarsi sulla tipologia di interazioni che si sviluppano tra i poli della nuova architettura sovranazionale e le rimanenti componenti dell'ordine in esame. Al riguardo, sembra utile distinguere quattro linee portanti di interazione, la cui individuazione consentirà di indagare, nel prosieguo, il loro eventuale ripetersi nel (e intersecarsi con) l'ambito della regolazione macroprudenziale.

Una prima linea è data dal raccordo verticale tra autorità europee e autorità nazionali secondo uno schema di tipo direttivo o semi-gerarchico, in cui ricadono tutte quelle ipotesi nelle quali (i) l'amministrazione nazionale interessata è chiamata a eseguire decisioni e indirizzi assunti dalla BCE e dal SRB, ovvero (ii) l'autorità sovranazionale può attrarre a sé poteri che, in via ordinaria, spettano all'autorità nazionale ⁽¹⁷¹⁾. Nell'ambito del MVU, due esempi in tal senso sono costituiti dal potere della BCE di avocare a sé l'esercizio della vigilanza su specifiche banche meno significative e di impartire istruzioni alle autorità nazionali competenti per l'esercizio dei poteri a esse conferiti dal diritto nazionale ⁽¹⁷²⁾. Nel MRU, un esempio è dato dalle previsioni in materia di attuazione delle decisioni del SRB da parte delle autorità nazionali di risoluzione ai sensi dell'articolo 29 del Regolamento 806/2014, in base al quale queste «*adottano le azioni necessarie*» ed «*esercitano i poteri loro conferiti dalla normativa nazionale di recepimento*» della BRRD.

funding per la soluzione delle crisi bancarie deriva da fondi esclusivamente nazionali», nonché a prevenire «*una frammentazione del mercato dei servizi bancari perché le condizioni di prestito sono basate non sul profilo di rischio degli intermediari ma sulla forza finanziaria dello Stato in cui questi sono localizzati*»; cfr. A. DE ALDISIO, *Il Meccanismo di Risoluzione Unico. La distribuzione dei compiti tra il Comitato di risoluzione unico e le autorità di risoluzione nazionali e altri aspetti istituzionali*, in R. D'AMBROSIO (a cura di), *Scritti sull'Unione bancaria*, cit., 140. In argomento, si veda anche D. BUSCH, *Governance of the Single Resolution Mechanism*, in D. BUSCH, G. FERRARINI (a cura di), *European Banking Union*, cit., 281, spec. 298-312.

⁽¹⁷¹⁾ In termini simili, P. WEISMANN, *European agencies and risk governance*, cit., 201, il quale osserva come «*the relationship of subordination is so strong that it comes close to the hierarchical structures known from national administrations*».

⁽¹⁷²⁾ Artt. 6 e 9 del Regolamento 1024/2013.

Lo schema di soggezione è ripetuto nella seconda delle linee portanti, questa volta a carattere orizzontale, che informa il rapporto della BCE e del SRB con l'EBA. La scelta di attribuire alla BCE e non all'agenzia di settore l'esercizio di attribuzioni di vigilanza in senso stretto ⁽¹⁷³⁾ si è tradotta nell'assoggettamento della prima ai poteri che si sono visti appartenere alla seconda sia per quanto attiene l'ambito delle funzioni regolatorie ⁽¹⁷⁴⁾ che per quanto concerne le funzioni autoritative e di coordinamento ⁽¹⁷⁵⁾; d'altro canto, il disegno complessivo pone un rischio di parziale divaricazione della componente regolatoria nel mercato unico, considerata la possibilità per la BCE di adottare atti applicabili al solo perimetro geografico dell'EBU ⁽¹⁷⁶⁾, e di influire, più in generale e con modalità che spesso *precedono* l'azione dell'EBA, sul processo di disciplina del settore finanziario ⁽¹⁷⁷⁾. Quanto al piano dei rapporti nel quadro del MRU, la problematicità dell'interazione appare ridotta, posto che il SRB non dispone di sostanziali competenze regolatorie autonome ⁽¹⁷⁸⁾, ed è quindi chiamato esplicitamente a esercitare i poteri a esso

⁽¹⁷³⁾ Tale scelta, come notato da DEL GATTO, è stata frutto di valutazioni politiche e, soprattutto, pragmatiche, considerato che «*rappresentava la scelta più rapidamente e facilmente realizzabile senza necessitare cambiamenti nei trattati*»; S. DEL GATTO, *I rapporti*, cit., 1233.

⁽¹⁷⁴⁾ Il punto è ribadito nell'articolo 4(3) del Regolamento 1024/2013, ove è stabilito che la BCE «è soggetta alle norme tecniche di regolamentazione e di attuazione vincolanti elaborate dall'ABE e adottate dalla Commissione a norma degli articoli da 10 a 15 del regolamento (UE) n. 1093/2010, all'articolo 16 di tale regolamento e alle disposizioni di tale regolamento sul manuale di vigilanza europeo predisposto dall'ABE conformemente a tale regolamento».

⁽¹⁷⁵⁾ Il punto, ancorché controverso, riguarda essenzialmente la possibilità di considerare la BCE come «autorità competente» in relazione all'ambito di applicazione del Regolamento istitutivo dell'EBA. Ad avviso di chi scrive, non sussistono dubbi in merito alla - remota - possibilità di un assoggettamento della BCE ai poteri di intervento a carattere autoritativo e di mediazione attribuiti all'EBA, alla luce dei Considerando 42 e 45 e dell'art. 17(2) del Regolamento 1024/2013, e dell'attuale formulazione dell'articolo 2(2), lett. f) del Regolamento istitutivo dell'EBA, come modificato dall'articolo 1(2) del Regolamento (UE) n. 1022/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2013 recante modifica del regolamento (UE) n. 1093/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), per quanto riguarda l'attribuzione di compiti specifici alla Banca centrale europea ai sensi del regolamento del Consiglio (UE) n. 1024/2013.

⁽¹⁷⁶⁾ Il riferimento è all'articolo 4(3) del Regolamento 1024/2013 che attribuisce alla BCE la possibilità di adottare - ai fini dell'assolvimento dei compiti attribuiti dallo stesso Regolamento e in linea con le norme uniformi indicate alla nota precedente - «*orientamenti e raccomandazioni e prende decisioni fatti salvi il pertinente diritto dell'Unione e, in particolare, qualsiasi atto legislativo e non legislativo, compresi quelli di cui agli articoli 290 e 291 TFUE, e conformemente agli stessi*», nonché «*regolamenti solo nella misura in cui ciò sia necessario per organizzare o precisare le modalità di assolvimento dei compiti attribuiti*».

⁽¹⁷⁷⁾ In linea generale, infatti, la BCE è chiamata a svolgere un ruolo consultivo nel processo legislativo europeo (cfr. art. 25 dello Statuto del SEBC); in secondo luogo, la BCE partecipa, ancorché come membro privo di diritto di voto, al Board of Supervisors dell'EBA. Tali elementi sono prospettati anche da G. LO SCHIAVO, *The Role of Financial Stability*, cit., 155-157, che sottolinea l'emersione di un problematico ruolo regolatorio della banca centrale, che, ove utilizzato in maniera particolarmente incisiva, «*could jeopardise the institutional balance between legislative and executive powers in Europe*» (157).

⁽¹⁷⁸⁾ Un caso particolare (ed eccezionale) riguarda le raccomandazioni alle autorità nazionali di risoluzione sul riconoscimento e l'applicazione delle procedure di risoluzione avviate dalle autorità di risoluzione di un paese terzo in relazione a enti di paesi terzi che abbiano filiazioni in uno o più Stati partecipanti o attività, diritti o passività in questi ultimi (art. 33 del Regolamento 806/2014). Diversa ipotesi sembra quella prevista dall'art. 31 del medesimo Regolamento, in base al quale il SRB «*in cooperazione con le autorità nazionali di*

conferiti in conformità «agli atti delegati e alle norme tecniche di regolamentazione e di esecuzione nonché alle linee guida e alle raccomandazioni adottate» dall'EBA⁽¹⁷⁹⁾.

Una terza linea portante, anch'essa espressione del composito assetto burocratico dei due pilastri dell'EBU, ha un carattere più direttamente *collaborativo*, e si sviluppa sia su di un piano verticale - coinvolgendo componente nazionale e sovranazionale - che su di un piano orizzontale, contraddistinguendo alcune tipologie di relazioni che possono instaurarsi tra BCE e SRB, da una parte, e ESAs dall'altra⁽¹⁸⁰⁾. Con riferimento alla dimensione verticale, alcuni interessanti esempi riguardano gli assetti organizzativi degli organi decisionali ed esecutivi dei due meccanismi⁽¹⁸¹⁾ e le configurazioni procedimentali che presiedono all'adozione di specifici provvedimenti⁽¹⁸²⁾, quali, su tutti, quelli in materia di autorizzazione o revoca all'esercizio dell'attività bancaria e di acquisizione di partecipazioni qualificate⁽¹⁸³⁾: questi ultimi, come noto, danno vita a procedimenti composti⁽¹⁸⁴⁾ di tipo *bottom-up*⁽¹⁸⁵⁾. Sotto il profilo orizzontale, i rispettivi regolamenti

risoluzione, approva e pubblica un quadro per l'organizzazione delle modalità pratiche di attuazione» dei meccanismi di cooperazione con le autorità nazionali di risoluzione necessari all'esercizio dei propri compiti.

⁽¹⁷⁹⁾ Si vedano il Considerando 18 e l'articolo 5(2) del Regolamento 806/2014.

⁽¹⁸⁰⁾ Con particolare riguardo al MVU, la natura collaborativa delle relazioni in esso instaurate è evidenziata anche da S. CASSESE, *La nuova architettura*, cit., 81.

⁽¹⁸¹⁾ Tre veloci esempi consentono di chiarire quanto indicato nel testo. Nel quadro del MVU, due ipotesi di riferimento sembrano costituite dai *joint supervisory team* (JST) e dal già ricordato Supervisory Board: i JST, come notato da BRESCIA MORRA, «assistono la Bce nella preparazione, nell'implementazione e nell'enforcing delle sue decisioni», e sono partecipati da personale delle autorità di vigilanza nazionali e da personale della BCE; il board è invece composto, come si è visto in precedenza, da rappresentanti delle autorità degli Stati membri partecipanti, oltre che da membri che rappresentano direttamente la BCE. Nell'ambito del MRU, similmente, lo schema si ripete nei processi riguardanti l'adozione dei piani di risoluzione e delle decisioni relative all'esecuzione degli stessi, laddove le autorità svolgono, come notato da DE ALDISIO, «attività istruttoria di supporto al Comitato [e] possono predisporre una versione preliminare del piano di risoluzione». Si vedano, C. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura*, cit., 83; A. DE ALDISIO, *Il Meccanismo*, cit., 143.

⁽¹⁸²⁾ In argomento, di recente, V. FERRARO, *I procedimenti amministrativi per la vigilanza prudenziale nei confronti delle imprese bancarie "significative". La natura del potere discrezionale esercitato dalle autorità coinvolte in tali procedimenti e la partecipazione dei soggetti interessati*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 1235, il quale nota come «(r)ispetto ai procedimenti amministrativi diretti ad esercitare le funzioni disciplinate dal Regolamento n. 1024/2013, intese nelle loro diverse accezioni, relative alla vigilanza "macroprudenziale" e "microprudenziale", è interessante osservare che i soggetti pubblici coinvolti nel relativo svolgimento si raccordano in un'"architettura" complessa ed originale ed hanno una natura variegata e peculiare».

⁽¹⁸³⁾ Come sottolineato da BRESCIA MORRA, infatti, «le autorità competenti nazionali hanno un ruolo rilevante sul piano dell'istruttoria della richiesta»; C. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura*, cit., 83.

⁽¹⁸⁴⁾ In tal senso anche S. ANTONIAZZI, *L'Unione bancaria europea*, cit., 427.

⁽¹⁸⁵⁾ Sui procedimenti composti di tipo *bottom-up*, si veda G. DELLA CANANEA, *I procedimenti amministrativi composti dell'Unione europea*, in F. BIGNAMI, S. CASSESE (a cura di), *Il procedimento amministrativo nel diritto europeo*, Quaderni della Riv. trim. dir. pubbl., Milano, Giuffrè, 2004, 307, 312. Con riguardo alle problematiche sollevate da procedimenti della specie nel quadro del MVU si veda, da ultimo, la posizione assunta dalla Corte di Giustizia nel caso *Fininvest*, con la pronuncia resa il 19 dicembre 2018 nella causa C-219/17, ove si afferma che, poiché la BCE ha competenza esclusiva a decidere se autorizzare o meno l'acquisizione di una partecipazione qualificata in un ente creditizio soggetto ai suoi poteri di vigilanza, spetta esclusivamente al giudice dell'Unione il compito di valutare, in via incidentale, se la legittimità della decisione definitiva della BCE sia inficiata da eventuali vizi degli atti preparatori adottati dall'autorità nazionale competente, vizi che non potranno quindi essere oggetto di un controllo di legittimità da parte dei giudici nazionali.

istitutivi del MVU e del MRU fanno più volte riferimento all'esigenza di assicurare forme di cooperazione e coordinamento tra BCE e SRB da una parte e agenzie e autorità del SEVIF dall'altra; tali esigenze appaiono particolarmente avvertite nel caso del MVU, laddove è ad esempio richiesto alla BCE di «*cooperare strettamente*» con l'EBA e le autorità del SEVIF, e di lasciarne impregiudicate competenze e funzioni ⁽¹⁸⁶⁾.

La quarta e ultima linea portante raggruppa le diverse forme di *accountability* verso le istituzioni dell'Unione, le istituzioni nazionali e i soggetti regolati cui BCE e SRB risultano assoggettati *ex ante* ed *ex post*.

Nel quadro del MVU, la principale forma di «*a priori accountability*» è individuata dalla scienza giuridica nella «*predeterminazione delle finalità della vigilanza*» ⁽¹⁸⁷⁾, ovvero nella circostanza che il regolamento 1024/2013 impone alla BCE di assolvere ai propri compiti entro l'obiettivo specifico di «*assicurare la sicurezza e la solidità degli enti creditizi, la stabilità del sistema finanziario dell'Unione e dei singoli Stati membri partecipanti e l'unità e l'integrità del mercato interno, garantendo anche la tutela dei depositanti e migliorando il funzionamento del mercato interno, in linea con il corpus unico di norme sui servizi finanziari dell'Unione*» ⁽¹⁸⁸⁾. Considerazioni simili, peraltro, possono estendersi al SRB, laddove il rispettivo regolamento istitutivo indica la necessità che questo agisca «*nel pieno rispetto dell'unità e dell'integrità del mercato interno nonché degli obblighi di diligenza al riguardo*» ⁽¹⁸⁹⁾, ovvero - nell'adozione delle decisioni di risoluzione - tenendo in considerazione gli specifici obiettivi che informano la disciplina comune data dalla BRRD ⁽¹⁹⁰⁾. Quanto agli strumenti di *ex post accountability*, questi includono sia forme di interazione con gli organi politici consistenti nella trasmissione di relazioni periodiche sullo svolgimento dei compiti attribuiti e in obblighi di interlocuzione a fronte di interrogazioni o quesiti rivolti dal Parlamento europeo o dal Consiglio, che l'assoggettamento delle decisioni assunte a procedure di revisione quasi-giudiziale *ad hoc* interne allo stesso MVU ⁽¹⁹¹⁾, prodromiche a iniziative contenziose innanzi alla CGUE o

⁽¹⁸⁶⁾ Si veda il considerando 31 del Regolamento 1024/2013.

⁽¹⁸⁷⁾ In questi termini, R. D'AMBROSIO, *Meccanismo di vigilanza unico*, cit., 617.

⁽¹⁸⁸⁾ Così il considerando 30 del Regolamento 1024/2013.

⁽¹⁸⁹⁾ Art. 6(2) del Regolamento 806/2014.

⁽¹⁹⁰⁾ Art. 14 del Regolamento 806/2014.

⁽¹⁹¹⁾ Sui meccanismi di revisione delle decisioni di cui nel testo, si consenta il rinvio a G. SCIASCIA, *Unione bancaria - La revisione quasi-giurisdizionale delle decisioni in materia di supervisione e risoluzione*, in Banca impr. soc., 2015, 363, e alla bibliografia ivi indicata. Con particolare riguardo al MVU, si vedano, più di recente, C. BRESCIA MORRA, R. SMITS, A. MAGLIARI, *The Administrative Board of Review of the European Central Bank: Experience After 2 Years*, in European Business Organization Law Review, 2017, 567, i quali evidenziano come i due schemi di revisione delle decisioni «*represent an important tool aimed at fostering the protection of natural persons and legal entities, in line with the due process requirements, while at the same time enhancing the accountability regime*

alle giurisdizioni nazionali attivabili dai soggetti destinatari dell'azione di regolazione e controllo.

3. La rete europea di regolazione macroprudenziale

La panoramica generale sin qui svolta, prevalentemente focalizzata sulla dimensione microprudenziale, consente adesso di muovere al secondo e intersecato pilastro della stessa, rappresentato dalla rete macroprudenziale. Nel paragrafo precedente sono state sviluppate alcune riflessioni sui nodi problematici che hanno caratterizzato l'evolversi dell'interazione tra regolazione e vigilanza sul sistema bancario-finanziario, integrazione monetaria e *governance* economica dell'UEM. Si è visto come la crisi ha generato risposte da cui è emerso un intricato ordine di figure organizzative preesistenti e nuove, di misure emergenziali e di lungo termine, di regole ispirate a paradigmi più stringenti, di interdipendenze tra le diverse amministrazioni che, seguendo una pluralità di modelli, hanno arricchito il quadro generale dell'apparato burocratico europeo e delle sue forme di *accountability*: se ne è tratta l'immagine di un complesso di schemi organizzativi e sostanziali diretti a salvaguardare, più in particolare, le molteplici dimensioni della stabilità finanziaria, divenuta «*a foundational supranational objective in EU law and policy*»⁽¹⁹²⁾.

Quale ruolo gioca, in questo contesto, la regolazione macroprudenziale? In che misura e attraverso quali strumenti essa contribuisce a tale obiettivo fondativo? Che tipo di interazioni e interdipendenze si generano tra le diverse autorità che esercitano poteri regolatori ispirati al paradigma macroprudenziale? Si tratta di interazioni distinte o integrate rispetto a quelle sopra descritte, sufficienti a dare origine a una rete indipendente e funzionalmente autonoma? Se sì, quale regime di *accountability* presiede al suo controllo? Quali relazioni sono stabilite con i consessi regolatori globali? Quali sono i riflessi per le amministrazioni nazionali?

Non diversamente dagli schemi sin qui brevemente trattati, l'apparato regolatorio macroprudenziale che si procede a esaminare presenta un carattere composito sia dal punto di vista sostanziale che dal punto di vista dell'articolazione istituzionale.

of the respective administrative authorities». Si veda anche, C. BRESCIA MORRA, *The administrative and judicial review of decisions of the ECB in the supervisory field*, in R. D'AMBROSIO (a cura di), *Scritti sull'unione bancaria*, cit., 109.

⁽¹⁹²⁾ G. LO SCHIAVO, *The Role of Financial Stability*, cit., 263.

Quanto al primo versante ⁽¹⁹³⁾, il legislatore europeo ha previsto diverse misure a valenza macroprudenziale all'interno del Single Rulebook che le autorità nazionali competenti possono applicare, anche in base a indicazioni formulate dall'ESRB, entro certi margini di discrezionalità e limitatamente al comparto dell'intermediazione bancaria ⁽¹⁹⁴⁾. A queste si affiancano strumenti che, previsti esclusivamente dal diritto nazionale degli Stati membri ed eventualmente applicabili anche a intermediari non bancari ⁽¹⁹⁵⁾, risultano in parte soggetti a indirizzi e forme di controllo preventivo date le possibili ripercussioni per il mercato unico. Il regime che ne emerge mostra, in sintesi, la difficoltosa ricerca di un equilibrio «*between maximum harmonization in the European single rulebook, as a safeguard for the single market, and allowing national authorities to introduce more stringent prudential requirements [...] so as to reflect the Member States' different economic cycles*» ⁽¹⁹⁶⁾.

⁽¹⁹³⁾ Per un'introduzione al tema si vedano G. FERRARINI, F. RECINE, *Should the ECB Have More Say in Prudential Rule-making?*, in D. BUSCH, G. FERRARINI (a cura di), *European Banking Union*, cit., 140 ss.

⁽¹⁹⁴⁾ In dettaglio, la direttiva CRD IV stabilisce che le autorità nazionali devono poter imporre *i)* requisiti patrimoniali e organizzativi aggiuntivi nei confronti di intermediari che presentino rischi affini o pongano un rischio sistemico simile (art. 103), *ii)* requisiti specifici in materia di liquidità volti a mitigare rischi ai quali un ente può essere esposto in considerazione del «*rischio di liquidità sistemico che minaccia l'integrità dei mercati finanziari dello Stato membro interessato*» (art. 105), *iii)* riserve anticicliche di capitale (CCyB) finalizzate a proteggere il settore bancario nelle fasi di eccessiva crescita del credito e accumulare, durante fasi di surriscaldamento del ciclo del credito, capitale primario destinato ad assorbire le perdite nelle fasi discendenti (art. 135), determinate attraverso l'impiego di un coefficiente calcolato trimestralmente sulla base del ciclo del credito, dei rischi derivanti dall'eccessiva crescita dello stesso e delle specificità dell'economia nazionale, tenuto conto di orientamenti generali formulati dall'ESRB (cfr. BANCA D'ITALIA, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, Disposizioni di vigilanza per le banche, 20° aggiornamento del 21 novembre 2017, Titolo II, Sez. III) ; e *iv)* ulteriori riserve di capitale dirette a prevenire o attenuare il rischio sistemico o macroprudenziale non ciclico di lungo periodo in misura ulteriore rispetto a quanto previsto dal Regolamento CRR (v. *infra*) (art. 133 (1)). Quanto alle c.d. *global systemically important banks*, la CRD IV prevede (art. 131) l'applicazione di riserve di capitale primario aggiuntive a carattere obbligatorio e facoltativo, rispettivamente agli enti a rilevanza sistemica a livello globale (G-SII) e, su base individuale, sub-consolidata o consolidata, agli altri enti a rilevanza sistemica (O-SII), entrambi designati dall'autorità nazionale competente sulla base di criteri specificati da un Regolamento delegato della Commissione europea (cfr. Regolamento delegato (UE) n. 1222/2014, su cui v. *infra*, § 4.2; quanto alla disciplina italiana, si veda Banca d'Italia, Circolare n. 285, cit., Parte Prima, Tit. II, Capitolo I, Sez. IV). La disciplina europea indica il metodo per l'individuazione delle G-SII, che si basa sui seguenti criteri (art. 131(2)): dimensioni del gruppo; interconnessione del gruppo con il sistema finanziario; sostituibilità dei servizi o delle infrastrutture finanziarie forniti dal gruppo; complessità del gruppo; attività transfrontaliere del gruppo. La designazione è articolata poi in varie sottocategorie di enti, cui corrispondono variazioni delle riserve *ad hoc* applicabili. Nel Regolamento CRR, infine, le misure di tipo macroprudenziale includono *i)* la fissazione discrezionale, «*sulla base di considerazioni relative alla stabilità finanziaria*», di più elevati fattori di ponderazione in relazione a esposizioni verso il settore immobiliare (art. 124(2)), e di più stringenti modalità di stima delle perdite attese (LGD) per crediti garantiti da beni immobili (art. 164(5)), e *ii)* misure nazionali più stringenti per far fronte a rischi specifici, applicabili in esito a un'articolata procedura disciplinata dall'articolo 458 (v. *infra*, § 4.2). In base alle attuali previsioni della Circolare n. 285 della Banca d'Italia, quest'ultima e la BCE possono fissare tali valori mediante provvedimenti di carattere generale; cfr., BANCA D'ITALIA, Circolare n. 285, cit., Parte Seconda, Capitolo 3, Sez. III, e Parte Seconda, Capitolo 4, Sez. III.

⁽¹⁹⁵⁾ Per una panoramica di questi strumenti si veda anche *supra*, Capitolo I, par. 4.2.

⁽¹⁹⁶⁾ G. FERRARINI, F. RECINE, *Should the ECB Have More Say in Prudential Rule-making?*, in D. BUSCH, G. FERRARINI (a cura di), *European Banking Union*, cit., 140, i quali immediatamente dopo notano come l'impostazione della regolazione macroprudenziale europea abbia fatto seguito a un indirizzo espresso dal

La medesima ricerca di equilibrio informa anche il secondo versante, con riflessi non indifferenti sul piano delle procedure amministrative. Il riparto di competenze tra livello nazionale e sovranazionale, anche per effetto dell'avvio del MVU, ha generato infatti interessanti differenziazioni e alchimie nell'architettura burocratica. L'apparato organizzativo incaricato della definizione e attuazione delle politiche macroprudenziali consta di cerchi concentrici i cui bordi si trovano spesso tra loro sovrapposti, e in cui si distinguono, più o meno nettamente, attribuzioni *regolatorie* o di *policy-making* da cui originano plurime fonti, vincolanti e no, e attribuzioni *esecutive* o di *policy-implementation*, estrinsecate in provvedimenti di tipo particolare, destinati a esplicare effetti su uno o più intermediari, o su comparti del settore del credito specifici. Ne emerge, come si vedrà, un sistema amministrativo comune composto da soggetti «funzionalmente complementari tra loro»⁽¹⁹⁷⁾, riconducibile alla figura organizzativa delle reti⁽¹⁹⁸⁾.

Per dare contenuto a questo primo schematico inquadramento, si procederà adesso a sviluppare una più approfondita analisi dei caratteri istituzionali dell'ESRB e delle

vertice dell'ESRB, che proponeva la realizzazione di un regime basato su tre principi: «flexibility, scope to act early and effectively, and efficient coordination consistent with a 'constrained discretion' approach to macro-prudential policy in the EU and its Member States». Si veda, ESRB, *Principles for the Development of a Macro-prudential Framework in the EU in the Context of the Capital Requirements Legislation*, lettera del 29 marzo 2012, in www.esrb.europa.eu/pub/pdf/2012-03-29_CRR-CRD_letter.pdf?d8dae2fb46bbd456b2de93ddd814ad7.

⁽¹⁹⁷⁾ C. FRANCHINI, *Le fasi e i caratteri del processo evolutivo dell'organizzazione amministrativa europea*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2017, 375, 378.

⁽¹⁹⁸⁾ Sui caratteri delle reti amministrative europee e sul modello della rete come figura organizzativa tipica dell'amministrazione europea e globale, si vedano, tra tutti, R. DEHOUSSE, *Regulation by Networks in the European Community: the Role of the European Agencies*, in Journal of European Public Policy, 1997, 246; S. CASSESE, *Le reti come figura organizzativa della collaborazione*, in ID., *Lo spazio giuridico globale*, Roma-Bari, Laterza, 2003, 21 ss.; H.C.H. HOFMANN, A.H. TÜRK (a cura di), *EU Administrative Governance*, Cheltenham, Edward Elgar, 2006, spec. 1 ss.; L. AMMANATI, *Governance e regolazione attraverso reti*, in ID., P. BILANCIA (a cura di), *Governance dell'economia e integrazione europea (vol. 2)*, Milano, Giuffrè, 2008, 181; E. CHITI, *The administrative implementation of European Union law: a taxonomy and its implications*, in H.C.H. HOFMANN, A.H. TÜRK (a cura di), *Legal Challenges in EU Administrative Law*, Cheltenham, Edward Elgar, 2009, 9; D. LEVI-FAUR, *Regulatory networks and regulatory agencification: towards a Single European Regulatory Space*, in Journal of European Public Policy, 2011, 810; E. CHITI, *L'accountability*, cit., spec. 36 ss.; E. D'ALTERIO, *Agenzie e autorità europee: la diafasia dei modelli di organizzazione amministrativa*, in Dir. amm., 2012, 801; P. CRAIG, *Global networks and shared administration*, in S. CASSESE (a cura di), *Research Handbook on Global Administrative Law*, Northampton, Edward Elgar Pub., 2016; C. FRANCHINI, *Le fasi e i caratteri*, cit., 2017, ove si include tra i modelli organizzativi correnti del diritto amministrativo europeo quello delle autorità indipendenti, «espressione di una tendenza nuova a livello comunitario, oltretutto evolutasi velocemente attraverso l'istituzione di sistemi comuni di poteri indipendenti, concepiti come organizzazioni reticolari composte da soggetti, nazionali ed europei, complementari tra loro. Tale tendenza si è concretizzata in tre modi diversi, che presentano alcune affinità. Il primo è quello della creazione di una autorità indipendente europea che riunisce quelle nazionali, come si prevede, ad esempio, nella disciplina in materia di protezione della riservatezza [...]. Il secondo è quello del concerto europeo dei regolatori, come si prevede, ad esempio, nella disciplina in materia di comunicazione elettronica [...]. Il terzo è quello del sistema comune di autorità indipendenti, che, tra tutti, è il più articolato, perché realizza una organizzazione unitaria nella quale si vengono a integrare, dal punto di vista funzionale e strutturale, vari soggetti, come si prevede, ad esempio, nella disciplina in materia di regole di concorrenza [...]». Sulla figura del «concerto europeo dei regolatori», che in qualche modo costituisce l'assetto primigenio degli sviluppi che saranno indicati nel testo, si veda S. CASSESE, *Il concerto regolamentare europeo delle telecomunicazioni*, in Giorn. dir. amm., 2002, 689; E. CHITI, C. FRANCHINI, *L'integrazione*, cit., 84 ss.

diverse tipologie di poteri che lo stesso può esercitare nell'ambito della rete in esame (§ 3.1), del riparto di competenze nel MVU per quanto concerne l'adozione di misure a carattere macroprudenziale verso intermediari bancari operanti nel rispettivo perimetro geografico (§ 3.2), e dell'assetto della regolazione macroprudenziale a livello nazionale avendo riguardo al caso italiano (§ 3.3).

3.1 La dimensione sovranazionale: l'ESRB.

L'ESRB ⁽¹⁹⁹⁾ è stato istituito dal Regolamento 1092/2010 contestualmente alle tre ESAs. Con queste ultime condivide la genesi ispiratrice, data dalle conclusioni del «rapporto de Larosière» ⁽²⁰⁰⁾, e l'appartenenza al livello sovranazionale del SEVIF ⁽²⁰¹⁾. La sua creazione, dando corpo al crescente *favor* verso un approccio regolatorio attento al monitoraggio e alla prevenzione di rischi sistemici ⁽²⁰²⁾, si iscrive quindi a pieno titolo nella

⁽¹⁹⁹⁾ Le trattazioni dedicate all'ESRB sono limitate; più spesso, l'analisi del Comitato è integrata nelle ricognizioni afferenti alla complessiva architettura del SEVIF. Si vedano, comunque, E. FERRAN, A. KERN, *Can soft law bodies be effective?*, cit.; M. GRANDE, *Le Comité européen du risque systémique: l'approche européenne du risque systémique*, in *Revue d'économie financière*, 2011, 175; S. GERLACH, E. GNAN, J. ULBRICH (a cura di), *The ESRB at 1*, Vienna, Suerf Study 2012/4, 2012; DEUTSCHE BUNDESBANK, *The European Systemic Risk Board: from institutional foundation to credible macro-prudential oversight*, in *Monthly Report*, aprile 2012; S. MCPHILEMY, C. BRIAULT, S. URBAN, R. VARGHESE, *Review of the New European System of Financial Supervision (ESFS). Part 2: the work of the European Systemic Risk Board - The ESF'S Macro-prudential Pillar*, Bruxelles, European Parliament - Directorate-General for Internal Policies - Economic and Monetary Affairs, 2013; H. WILLKE, E. BECKER, C. ROSTÁSY, *Systemic Risk*, cit., spec. 168 ss.; IMF, *Macro-prudential oversight and the role of the ESRB, Financial Sector Assessment Programme: European union*, Technical Note, Country Report 13/70, 2013; G. NAPOLETANO, *Legal aspects*, cit., spec. 89 ss.; S. MCPHILEMY, *Integrating macro-prudential policy: central banks as the 'third force' in EU financial reform*, in *West European Politics*, 2016, 526; T. MYKLEBUST, *Form and Function of the ESRB: A Critical Analysis*, in M. ANDENAS, G. DEIPENBROCK (a cura di), *Regulating and Supervising European Financial Markets. More Risks than Achievements*, Oslo, Springer, 2016, 43.

⁽²⁰⁰⁾ Cfr. anche il Considerando (4) del Regolamento 1092/2010. Il rapporto de Larosière dedicava alla riforma del sistema di vigilanza finanziaria europeo in senso macroprudenziale i punti 173-172, e le raccomandazioni 16 e 17. In particolare, nel rapporto si proponeva *i*) l'istituzione di un *European Systemic Risk Council (ESRC)* presieduto dal vertice della BCE e composto dai membri del *general council* della BCE, dai vertici delle tre ESAs e da un rappresentante della Commissione, con possibile alternanza tra governatore della banca centrale nazionale e vertice dell'autorità per i mercati assicurativi o finanziari in caso di particolari temi in agenda, *ii*) la creazione di un *risk warning system* con un diretto raccordo tra l'ESRC e il Comitato economico e finanziario, e la previsione di specifici *input* dall'autorità macroprudenziale in caso di rischi rilevanti per il settore finanziario e l'economia in genere.

⁽²⁰¹⁾ Cfr. Considerando (14) del Regolamento 1092/2010.

⁽²⁰²⁾ In realtà, l'idea dell'istituzione di un'autorità con responsabilità di monitoraggio del rischio sistemico venne avanzata alla fine degli anni '90 in uno *statement* del 19 ottobre 1998 dell'European Shadow Financial Regulatory Committee, un gruppo di docenti universitari ed esperti indipendenti europei, (in www.esfrc.eu/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/statement2.pdf). In questo si proponeva l'istituzione di uno «European Observatory of Systemic Risk», e si notava: «(a)s the euro-capital market deepens, and pan-European financial groups become dominant, the cooperative mechanisms will have to be supplemented by a European-wide structure. This reflects the fact that any supervisory shortcomings in a particular jurisdiction would be quickly felt in other member states. The new structure could take the form of a European Observatory of Systemic Risk which might or might not be a part of the ECB. The aim would be to ensure common supervisory and transparency standards, to monitor market developments across Europe and alert national and European authorities to exposures with a potential systemic impact. This does not imply that the new entity is given decision-making power, but it must be in position to obtain information from national authorities». L'idea venne quindi sviluppata ulteriormente in M. AGLIETTA, L. SCIALOM, T. SESSIN, *Prudential*

fase emergenziale di risposta alla crisi finanziaria antecedente al pieno dispiegarsi degli effetti di questa sul debito sovrano degli Stati membri ⁽²⁰³⁾, e nelle dinamiche di tipo istituzionale che ne sono scaturite in punto di rafforzamento della struttura amministrativa di *governance* dei rischi economico-finanziari nell'UE ⁽²⁰⁴⁾.

Secondo quanto previsto dall'articolo 3 del Regolamento 1092/2010, il mandato dell'ESRB quale autorità di vigilanza macroprudenziale europea consiste nel «*prevenire o attenuare i rischi sistemici alla stabilità finanziaria nell'Unione che derivano da sviluppi interni al sistema finanziario, tenendo conto degli andamenti macroeconomici, in modo da evitare periodi di turbolenze finanziarie diffuse*». In tal modo, in particolare, il Comitato concorre al corretto funzionamento del mercato interno dell'Unione, «*garantendo [...] che il settore finanziario contribuisca in maniera duratura alla crescita economica*». Le norme europee si spingono inoltre a definire il rischio sistemico indicato nel mandato del *board* in termini di minaccia di «*perturbazione del sistema finanziario che può avere gravi conseguenze negative per il mercato interno e l'economia reale*», al contempo precisando che «*(t)utti i tipi di intermediari, mercati e infrastrutture finanziari sono potenzialmente importanti in certa misura per il sistema*» ⁽²⁰⁵⁾.

Per adempiere a tale mandato, l'autorità deve far fronte a un lungo elenco di responsabilità ⁽²⁰⁶⁾, che possono essere raggruppate in tre macro-aree funzionali: nella prima, rientrano funzioni di vigilanza informativa consistenti nella raccolta e analisi dei

supervision reform in Europe: arguments and proposals, in Research Papers in Banking and Finance of the Institute of European Finance, Bangor, 10, 1998; M. AGLIETTA, L. SCIALOM, *The challenge of European integration for prudential policy*, LSE Special Papers Financial Markets Group, no. 152, 2003; il suggerimento è raccolto da M. SCHÜLER, *How do banking supervisory deal with Europe-wide systemic risk?*, ZEW Discussion Paper no. 3, 2003. ⁽²⁰³⁾ Come notato da H. WILLKE, E. BECKER, C. ROSTÁSY, *Systemic Risk*, cit., 184, «*the rationale for establishing a supranational macroprudential body [was] one of crisis prevention, based on the need to endorse a more consolidated approach to macroprudential regulation, so as to inhibit the potential of systemic contagion*».

⁽²⁰⁴⁾ Per un quadro chiaro delle implicazioni giuridiche della «*'agencification' of risk governance*», P. WEISMANN, *European Agencies and Risk Governance*, cit., 21 ss.

⁽²⁰⁵⁾ Cfr. art. 2(c) del Regolamento 1092/2010. Sul «*rischio sistemico*» si veda, *supra*, Capitolo Primo, § 4.1.

⁽²⁰⁶⁾ Cfr. art. 3(2) del Regolamento 1092/2010, ove si legge che l'ESRB è incaricato di «*a) definire e/o raccogliere nonché analizzare tutte le informazioni rilevanti e necessarie per conseguire gli obiettivi di cui al paragrafo 1; b) identificare e classificare i rischi sistemici in base ad un ordine di priorità; c) emettere segnalazioni qualora i rischi sistemici siano considerati significativi e, ove opportuno, rendere pubbliche tali segnalazioni; d) emettere raccomandazioni per l'adozione di misure correttive in risposta ai rischi identificati e, ove opportuno, rendere pubbliche tali raccomandazioni; e) quando [...] ritiene che possa verificarsi una situazione d'emergenza ai sensi dell'articolo 18 del regolamento (UE) n. 1093/2010, del regolamento (UE) n. 1094/2010 e del regolamento (UE) n. 1095/2010, emettere una segnalazione confidenziale destinata al Consiglio e fornire al Consiglio un'analisi della situazione, al fine di consentire a quest'ultimo di valutare la necessità di adottare una decisione destinata alle AEV che constati l'esistenza di una situazione di emergenza; f) sorvegliare che sia dato il dovuto seguito a segnalazioni e raccomandazioni; g) collaborare strettamente con tutte le altre parti del SEVIF; ove opportuno, fornire alle AEV le informazioni sui rischi sistemici necessarie per lo svolgimento dei loro compiti; e, in particolare, in collaborazione con le AEV, sviluppare un insieme comune di indicatori quantitativi e qualitativi («quadro operativo dei rischi») al fine di individuare e misurare il rischio sistemico; h) partecipare, ove opportuno, al comitato congiunto; i) coordinare le sue azioni con quelle delle organizzazioni finanziarie internazionali, in particolare con l'FMI e con l'FSB, nonché con gli organismi competenti dei paesi terzi in merito alle questioni di vigilanza macroprudenziale; j) svolgere altri compiti connessi come specificato nella legislazione dell'Unione*».

dati rilevanti, e nella susseguente identificazione e prioritizzazione dei rischi sistemici; la seconda area include una funzione di *soft rulemaking*, consistente nell'adozione di segnalazioni e raccomandazioni a carattere pubblico o confidenziale; nella terza area rientrano, infine, funzioni di coordinamento e cooperazione con le altre autorità del SEVIF, le autorità di paesi terzi, i regolatori globali o altre agenzie e istituzioni europee anche in base a quanto previsto da altre fonti normative ⁽²⁰⁷⁾.

Dal punto di vista istituzionale e organizzativo, il Comitato in esame presenta diverse caratteristiche peculiari.

Riecheggiando il regime di numerosi comitati regolatori globali quali il FSB e la BCBS, l'ESRB è, anzitutto, un organismo privo di personalità giuridica ⁽²⁰⁸⁾. Tale aspetto costituisce una differenza significativa rispetto allo *status* delle tre ESAs ⁽²⁰⁹⁾, del SRB ⁽²¹⁰⁾, e delle altre istituzioni finanziarie previste dai Trattati ⁽²¹¹⁾, e, oltre a segnalarne la non riconducibilità ad alcuno dei modelli-tipo di agenzie europee ⁽²¹²⁾, pone un importante quesito circa il rapporto con la BCE: secondo una prima interpretazione, il Comitato potrebbe infatti essere considerato come parte integrante di questa ⁽²¹³⁾; secondo altra visione, invece, sussisterebbe solo un mero collegamento funzionale e materiale, con conseguente piena autonomia del *board* nel quadro dei regolatori finanziari europei.

A favore di quest'ultima tesi militano argomenti che appaiono decisivi ⁽²¹⁴⁾.

⁽²⁰⁷⁾ L'analisi di tali funzioni è sviluppata all'interno del successivo § 4.

⁽²⁰⁸⁾ Cfr. Considerando (15) del Regolamento 1092/2010, dirimente in tal senso pur in assenza di una specifica disposizione stabilita, al riguardo, dagli articoli del Regolamento 1092.

⁽²⁰⁹⁾ Tutte dotate di personalità giuridica ed esplicitamente definite come organismi dell'Unione nei rispettivi regolamenti istitutivi; cfr. l'art. 5 dei rispettivi regolamenti istitutivi, dove è sancito il godimento, in ciascuno Stato membro, «della più ampia capacità giuridica riconosciuta alle persone giuridiche dall'ordinamento giuridico nazionale».

⁽²¹⁰⁾ Evidenzia l'unicità di tale aspetto in relazione all'autorità di risoluzione M. MACCHIA, *Il Single Resolution Board*, in M.P. CHITI, V. SANTORO, *L'unione bancaria europea*, cit.

⁽²¹¹⁾ Sia la BCE che la Banca europea per gli investimenti sono dotate di personalità giuridica ai sensi del TFUE. Sulla personalità giuridica della BCE si veda anche l'articolo 9 dello Statuto del SEBC e della BCE.

⁽²¹²⁾ La personalità giuridica costituisce un tratto di genere tipico delle agenzie europee, come riconosciuto in maniera sostanzialmente unanime dalla scienza giuridica; per una panoramica recente della problematica e delle diverse sfumature dello *status* giuridico di tali organismi amministrativi europei, M. CHAMON, *EU Agencies*, cit., 13-15. BUSUIOC definisce le agenzie europee come «*specialized, non-majoritarian bodies, established by secondary legislation, which exercise public authority and are institutionally separate from the EU institutions and are endowed with legal personality*»; cfr., E.M. BUSUIOC, *European Agencies*, cit., 21.

⁽²¹³⁾ G. NAPOLETANO, *Legal Aspects*, cit., 100: «*the ESRB can also be seen as an informal, flexible body under the aegis of the ECB and operating mainly at European level, as the Fsb operates world-wide under the BIS umbrella*».

⁽²¹⁴⁾ Nondimeno, il rapporto di carattere simbiotico tra ESRB e BCE è stato reso evidente anche nel corso della consultazione pubblica che ha accompagnato la revisione dell'assetto organizzativo dell'ESRB. Al riguardo si è infatti insistito sulla necessità di rafforzare l'autonomia del Comitato, pur consentendogli di continuare a beneficiare della competenza e della reputazione della BCE; è stata quindi proposta la definizione di una struttura gestionale a due livelli, con l'istituzione di una figura esecutiva a tempo pieno e il mantenimento della presidenza in capo al vertice della BCE, secondo un modello in parte assimilabile a quello di *governance* del MVU; cfr., COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sulle finalità e l'organizzazione del Comitato europeo per il rischio sistemico*, COM (2014) 508 final, 9.

In primo luogo, una prospettiva di immedesimazione organica tra Comitato e BCE renderebbe ridondanti le previsioni relative alla *governance* del Comitato, al supporto allo stesso reso dalla stessa banca centrale tramite il segretariato ⁽²¹⁵⁾, e al ruolo del Presidente della BCE quale «*rappresentante esterno*» del Comitato ⁽²¹⁶⁾; appare inoltre contraddire l'indirizzo legislativo che non ha dato pienamente corso al suggerimento, formulato nel *report* de Larosière, di istituire l'autorità macroprudenziale, «*under the auspices [...] of the ECB*» ⁽²¹⁷⁾, fermo rimanendo l'indubbio nesso tecnico-operativo esistente tra le due autorità.

In secondo luogo, tale prospettiva determinerebbe una grave asimmetria nell'equilibrio istituzionale dell'UEM, con l'indiretta imputazione, e quindi accentramento in capo alla BCE ancorché tramite un organo funzionalmente separato, di responsabilità di governo del rischio sistemico riferibili all'intero mercato unico; ciò, oltre a porsi in contrasto con le indicazioni rese dal Considerando (31) del Regolamento istitutivo e con la base legale indicata nell'art. 114 del TFUE, potrebbe condurre la BCE a subire le conseguenze, anche di carattere reputazionale, di raccomandazioni dell'ESRB divergenti dai propri indirizzi di *policy* ⁽²¹⁸⁾, con ciò ledendone le prerogative di indipendenza e autorevolezza. Tale linea interpretativa contraddirebbe, infine, la natura di «*organismo indipendente*» dell'ESRB ⁽²¹⁹⁾, i cui membri sono chiamati a eseguire i compiti a esso afferenti «*in tutta imparzialità e soltanto nell'interesse dell'Unione in generale*», senza ricevere istruzioni da alcuno ⁽²²⁰⁾.

La seconda peculiarità dell'ESRB riguarda la struttura organizzativa prefigurata nel Regolamento istitutivo.

⁽²¹⁵⁾ Si veda il Regolamento (UE) n. 1096/2010 del Consiglio del 17 novembre 2010 che conferisce alla Banca centrale europea compiti specifici riguardanti il funzionamento del Comitato europeo per il rischio sistemico. In particolare, il Regolamento stabilisce che la BCE «*assicura un segretariato, fornendo in tal modo assistenza analitica, statistica, logistica e amministrativa al CERS*» (art. 2), e «*fornisce risorse umane e finanziarie sufficienti per svolgere il proprio compito consistente nell'assicurare il segretariato*» (art. 3(1)), nominandone il capo in consultazione con il consiglio generale dell'ESRB.

⁽²¹⁶⁾ Cfr. l'art. 5 del Regolamento 1092/2010.

⁽²¹⁷⁾ Cfr. il punto 177 del *report*.

⁽²¹⁸⁾ G. NAPOLETANO, *Legal Aspects*, cit., 104.

⁽²¹⁹⁾ Si veda il Considerando (15) del Regolamento 1092/2010.

⁽²²⁰⁾ Da quanto esposto deve concludersi che il Comitato costituisce, come si è condivisibilmente osservato, «*a body of the European Union [...] fully incorporated in the EU legal framework [...] established [...] for the achievement of Union objectives*»; cfr. G. NAPOLETANO, *Legal Aspects*, cit., 97. Altro Autore ha sinteticamente osservato, sul punto, come il Comitato operi quale «*struttura di coordinamento dei diversi organismi europei e nazionali coinvolti nella regolazione finanziaria*»; cfr. E.L. CAMILLI, *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario a) Profili normativi* (voce), in Enc. del Diritto [Annali V, 2012], Milano, Giuffrè, 163, 166. A parere di H. WILLKE, E. BECKER, C. ROSTÁSY, *Systemic Risk*, cit., 193, l'ESRB costituirebbe semplicemente «*a member-driven advisory body*».

Diversamente da quella delle tre ESAs⁽²²¹⁾, tale articolazione si compone di quattro organi principali, da cui origina un sistema a gradini: al livello apicale si colloca l'unico organo decisionale - il consiglio generale - nel quale sono rappresentate le autorità finanziarie europee e alcune istituzioni dell'UE (v. *infra*); a un livello intermedio vi è un comitato direttivo (*steering committee*) a composizione ristretta⁽²²²⁾, che assiste il consiglio generale preparandone le decisioni, esaminando i documenti da discutere e sorvegliando l'andamento complessivo dei lavori del Comitato (art. 4(3)); a un gradino inferiore, ma con diversi raccordi organizzativi con i precedenti, vi sono due comitati denominati Comitato scientifico consultivo (ASC) e Comitato tecnico consultivo (ATC), rispettivamente composti da 16⁽²²³⁾ e 54 membri⁽²²⁴⁾, che svolgono compiti di supporto decisionale all'ESRB⁽²²⁵⁾ e interagiscono con *stakeholders* esterni⁽²²⁶⁾.

Non meno importante è, al di sotto, la struttura di secondo livello, interna al Comitato e di supporto alle sue attività. Questa si compone di due anime: una, prevalente e di stampo sovranazionale, rappresentata dal segretariato della BCE, che fornisce assistenza di tipo analitico, statistico, logistico e amministrativo all'ESRB, ed è guidata e

⁽²²¹⁾ L'organizzazione interna delle tre ESAs prevede, in linea generale, (i) un consiglio delle autorità di vigilanza, (ii) un consiglio di amministrazione (a composizione ristretta), (iii) un presidente, (iv) un direttore esecutivo e (v) una commissione di ricorso, cui si aggiungono i c.d. *stakeholders group* disciplinati dall'art. 37 dei regolamenti istitutivi delle ESAs, e che hanno il compito di facilitare la consultazione tra le autorità e le diverse *constituencies* di settore. A livello interno, le ESAs sono quindi organizzate in comitati e sottocomitati tematici, che analizzano specifiche aree di *policy* e predispongono i documenti di lavoro, anche con il supporto di *workstream* e *task force* di terzo livello; tutti questi gruppi e sottogruppi sono guidati da personale delle ESAs e si compongono di funzionari delle amministrazioni nazionali, talvolta (ai livelli inferiori) esclusivamente su base volontaria.

⁽²²²⁾ Il comitato direttivo è composto da un totale di 14 membri: (i) il presidente e il primo vicepresidente dell'ESRB, (ii) il vicepresidente della BCE, (iii) quattro membri del consiglio generale che siano altresì membri del consiglio generale della BCE, eletti per un periodo di tre anni e tenendo conto «della necessità di garantire una rappresentanza equilibrata tra gli Stati membri in generale e tra quelli la cui moneta è l'euro e quelli la cui moneta non è l'euro», (iv) un membro della Commissione, (v) i presidenti di EBA, ESMA ed EIOPA, (vi) il presidente del Comitato economico e finanziario (CEF), e (vii) i presidenti dell'ATC e dell'ASC.

⁽²²³⁾ L'ASC è composto dal presidente dell'ATC e da quindici esperti rappresentativi di «un ampio ventaglio di competenze e di esperienze, proposti dal comitato direttivo e approvati dal consiglio generale per un mandato rinnovabile di quattro anni [...] selezionati in base alla loro competenza generale e in funzione del loro diverso percorso professionale nel mondo accademico o in altri settori, in particolare nelle piccole e medie imprese o nelle organizzazioni sindacali, o in quanto fornitori o consumatori di servizi finanziari»; cfr. art. 12(1) del Regolamento istitutivo dell'ESRB.

⁽²²⁴⁾ L'ATC è composto da rappresentanti della BCE, di tutte le banche centrali nazionali, di tutte le competenti autorità nazionali di vigilanza, delle tre ESAs, della Commissione (due), del CEF e dell'ASC.

⁽²²⁵⁾ Cfr. artt. 12(3) e 13(3) del Regolamento istitutivo dell'ESRB, che rinviano all'articolo 4(5), ove si legge che i due comitati forniscono consulenza e assistenza all'ESRB su questioni rilevanti per l'attività di quest'ultimo.

⁽²²⁶⁾ Tale ruolo sembra prevalentemente riferibile all'ASC; in effetti, in base a quanto previsto dall'articolo 12(5) del Regolamento istitutivo dell'ESRB, tale comitato «organizza tempestivamente consultazioni con le parti interessate, quali gli operatori di mercato, le associazioni di consumatori e gli esperti accademici, in modo aperto e trasparente, tenendo in considerazione le esigenze di riservatezza».

costituita da personale proveniente dalla banca centrale europea ⁽²²⁷⁾; una seconda che ha, invece, composizione mista, nazionale e sovranazionale, e consta dei diversi gruppi di lavoro, *task-force* e *workstream* di carattere informale, partecipati da personale delle varie autorità rappresentate nell'ESRB e incaricati di elaborare analisi su specifici temi condivisi con il *General Board* o gli altri organi di primo livello per un eventuale, successivo, *endorsement* ufficiale.

Dal punto di vista della *membership*, l'organo decisionale dell'ESRB presenta una configurazione pletorica, che ne consente già di denotare la natura di peculiare «figura di composizione» ⁽²²⁸⁾.

I 67 membri del *board* si distinguono tra votanti (38) e non votanti (29) ⁽²²⁹⁾: nel primo gruppo rientrano (i) il Presidente e il vice-presidente della BCE, (ii) i ventotto governatori delle banche centrali nazionali, (iii) i vertici delle tre ESAs, (iv) un membro della Commissione, (v) il *chair* della ATC, e (vi) i *chair* e i due *vice-chair* della ASC; nel secondo gruppo figurano i ventotto rappresentanti alternati delle autorità nazionali di vigilanza e il presidente del CEF ⁽²³⁰⁾. Tale organo assume le proprie decisioni per consenso o a maggioranza semplice, salve due eccezioni: in primo luogo, è attribuito un *casting vote* al Presidente della BCE quale *chair* del Comitato; in secondo luogo, è prevista una maggioranza rafforzata di due terzi dei membri per la pubblicazione di segnalazioni e raccomandazioni ⁽²³¹⁾, altrimenti sottoposte a un regime di riservatezza ⁽²³²⁾.

Diversamente dal FSOC, la composizione “allargata” dell'autorità macroprudenziale europea non ha carattere stabile, ma variabile; la concreta

⁽²²⁷⁾ Come notato dalla Commissione europea nella prima relazione valutativa sulle attività dell'ESRB, «*il segretariato è stato fondamentale nella messa a punto delle procedure interne, nello sviluppo di metodi e di strumenti di lavoro (ad esempio il sito web e l'applicazione informatica del CERS) e nella preparazione e organizzazione efficienti delle riunioni. È stato inoltre coinvolto attivamente nell'attività di analisi del CERS*»; cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sulle finalità e l'organizzazione del Comitato europeo per il rischio sistemico*, COM (2014) 508 final, 7.

⁽²²⁸⁾ V. *supra*, Introduzione, nt. 12.

⁽²²⁹⁾ La distinzione tra membri non votanti e membri votanti è presente anche nell'architettura organizzativa delle tre ESAs, ma non comporta una differenziazione tra le autorità nazionali; al contrario, anzi, assicura una sostanziale preminenza della componente nazionale, neutralizzando il peso di quella sovranazionale.

⁽²³⁰⁾ È appena il caso di ricordare che il CEF è un organo consultivo istituito per promuovere il coordinamento delle politiche degli Stati membri necessarie al funzionamento del mercato interno. Il comitato esprime quindi pareri su richiesta del Consiglio o della Commissione europea, o di propria iniziativa, agisce da interfaccia tra Consiglio e BCE, e contribuisce alla preparazione dei lavori del Consiglio in materia economica e finanziaria. Quanto alla composizione, vi partecipano alti funzionari delle amministrazioni nazionali e delle banche centrali, della BCE e della Commissione. Nella sua formazione limitata ai paesi membri dell'Eurozona, il comitato opera a supporto del c.d. “Eurogruppo”.

⁽²³¹⁾ Cfr. art. 18(1) del Regolamento 1092/2010.

⁽²³²⁾ Si veda, *infra*, § 4.3.

configurazione soggettiva dei *meeting* deriva cioè dai temi in agenda, dal regime di articolazione della vigilanza a livello nazionale e/o da accordi interni alle autorità nazionali, che possono scegliere di designare un unico membro per rappresentarle nel Comitato⁽²³³⁾. Questo tratto, tuttavia, incide solo indirettamente sui processi decisionali, posto che la platea dei membri con diritto di voto ha una composizione costante, in linea con l'impostazione del rapporto de Larosière⁽²³⁴⁾. La partecipazione dei membri privi di diritto di voto è quindi volta ad assicurare un allargamento delle prospettive di discussione, rendendo concreta «*the broad idea that macroprudential policy decisions should be discussed thoroughly with microprudential supervisors as well*»⁽²³⁵⁾.

Inoltre, diversamente da quanto accade all'interno del FSOC, non sono previsti meccanismi di esclusione dei membri privi di diritto di voto dalle discussioni del consiglio generale; il Regolamento prevede, anzi, la possibilità di estendere i *meeting* a rappresentanti «*di organizzazioni finanziarie internazionali che svolgono attività direttamente collegate*» a quelle dell'ESRB⁽²³⁶⁾, e «*delle pertinenti autorità dei paesi terzi*»⁽²³⁷⁾. Tale previsione si pone a valle del più generale compito, attribuito al Comitato con formulazione generica, di «*assumersi tutte le responsabilità a livello globale necessarie per assicurare che la voce dell'Unione si faccia sentire in questioni relative alla stabilità finanziaria, segnatamente in stretta cooperazione con [l'IMF] e con [l'FSB], che sono tenuti a fornire preallarmi in merito ai rischi macro-prudenziali a livello globale, nonché con i partner del [G20]*», e di «*contribuire, tra l'altro, ad attuare le raccomandazioni rivolte al G20 dall'IMF, dall'FSB e dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI)*»⁽²³⁸⁾.

Un terzo carattere peculiare del Comitato in esame è dato dal bilanciamento tra indipendenza e imparzialità, da una parte, e strumenti formali di *accountability* dall'altra. Sotto il primo versante, si nota che le disposizioni del Regolamento istitutivo richiamano, ancorché con sfumature e differenziazioni non prive di qualche significato, il linguaggio impiegato dai Trattati e dallo Statuto del SEBC per tutelare le prerogative di indipendenza

⁽²³³⁾ Cfr. art. 6(3) del Regolamento istitutivo, che recita testualmente: «*Per quanto riguarda la rappresentanza delle autorità nazionali di vigilanza [...] i rispettivi rappresentanti di alto livello partecipano a turno a seconda della questione discussa, a meno che le autorità nazionali di vigilanza di un particolare Stato membro non abbiano concordato un rappresentante comune*».

⁽²³⁴⁾ Cfr. i punti 178-179 del report.

⁽²³⁵⁾ G. NAPOLETANO, *Legal Aspects*, cit., 112.

⁽²³⁶⁾ Cfr. art. 9(4) del Regolamento 1092/2010.

⁽²³⁷⁾ Ancorché «*strettamente limitata a questioni di particolare rilevanza per tali interessi*» e, in ogni caso, escludendo qualunque caso in cui possa essere oggetto di discussione «*la situazione dei singoli istituti finanziari o degli Stati membri*»; cfr. art. 9(5) del Regolamento 1092/2010.

⁽²³⁸⁾ Cfr. Considerando nn. (7) e (8) del Regolamento 1092/2010. Sul carattere debole di tale raccordo, E. CHITI, *Le architetture*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi*, cit., 189-190.

delle istituzioni monetarie ⁽²³⁹⁾. Al riguardo, l'articolo 7 stabilisce che nello svolgimento delle attività connesse alla partecipazione all'ESRB, i membri di questo «*eseguono i loro compiti in tutta imparzialità e soltanto nell'interesse dell'Unione in generale*», e «*non chiedono né accettano istruzioni da Stati membri, istituzioni dell'Unione o altri soggetti pubblici o privati*». È inoltre previsto, per converso, un obbligo di astenersi dall'influenzare i membri del Comitato in capo ai medesimi soggetti verso i quali la norma intende garantire piena indipendenza ⁽²⁴⁰⁾. Per effetto di questa disposizione, dunque, i singoli membri, sedendo all'interno dell'ESRB, sono chiamati ad agire avendo esclusivo riguardo «*alla stabilità finanziaria dell'Unione nel suo complesso*» ⁽²⁴¹⁾; l'esercizio di funzioni di altra natura correlate alla posizione rivestita ai vertici o in rappresentanza delle rispettive amministrazioni nazionali o sovranazionali non può quindi in alcun modo influenzarne la condotta ⁽²⁴²⁾.

Questa declinazione *forte* dell'indipendenza *dei membri* del Comitato consente di muovere tre osservazioni. In primo luogo, essa sembra ribadire e confermare la posizione di formale distacco del Comitato dalle autorità in esso rappresentate e soprattutto, per le particolari ragioni che sopra si sono osservate, dalla BCE ⁽²⁴³⁾. In secondo luogo, si pone in potenziale tensione con le prerogative della Commissione, ivi rappresentata, quale garante del mercato unico e responsabile della sorveglianza macroeconomica. In terzo luogo, rende particolarmente significativa l'importanza delle forme di *accountability* cui il Comitato è soggetto, quali strumenti necessari a controbilanciarne l'isolamento.

Sotto quest'ultimo profilo, è possibile sin d'ora notare come il Regolamento istitutivo dell'ESRB e le norme sostanziali del Single Rulebook che regolano i processi di implementazione della regolazione macroprudenziale europea presentano numerosi limiti, cui è opportuno accennare brevemente. Per un verso, la disciplina primaria prevede un regime di sostanziale opacità delle attività del Comitato che, ancorché giustificato dal

⁽²³⁹⁾ G. NAPOLETANO, *Legal Aspects*, cit., 104 ss.

⁽²⁴⁰⁾ Cfr. art. 7(3) del Regolamento 1092/2010.

⁽²⁴¹⁾ Cfr. il Considerando (26) del Regolamento 1092/2010.

⁽²⁴²⁾ Come notato da CAMILLI, «(n)onostante la formulazione di tali garanzie sia molto simile a quella prevista dall'art. 130 TFUE per i partecipanti al [SEBC], la portata oggettiva è differente. Infatti, la vigilanza finanziaria non è oggetto di competenza esclusiva dell'Unione, a differenza della politica monetaria. Di conseguenza, solo nell'espletamento dei compiti previsti dai regolamenti istitutivi i vertici delle autorità nazionali godono del particolare regime di indipendenza ivi previsto. Inoltre, tali disposizioni non si applicano alle autorità nazionali in quanto tali, ma solo ai loro vertici in quanto membri delle rispettive istituzioni europee»; cfr., E.L. CAMILLI, *Autorità di vigilanza*, cit., 167.

⁽²⁴³⁾ Si veda, in particolare, G. NAPOLETANO, *Legal Aspects*, cit., 108, il quale osserva come «*from the standpoint of law the requirement of independence is enshrined in the ESRB regulation and must accordingly be respected in running the macroprudential body. In other words, the need for networking to tackle systemic risk should not be mistaken with for the ESRB's subjection to the policies advocated by some network participants only. In this respect, the additional requirement of "impartiality" might help*».

carattere altamente riservato e strategico delle questioni trattate, si riflette sia sul regime procedurale interno ⁽²⁴⁴⁾ che, in larga parte, su quello degli atti di *rulemaking* ⁽²⁴⁵⁾; in tal senso, l'ESRB si pone in continuità con quella tradizione di scarsa trasparenza dei consessi regolatori globali in cui prevale la cultura protettrice del «*bidden secret world of the supervisory continents*» ⁽²⁴⁶⁾. Per altro verso, gli strumenti formali di *accountability*, consistenti in audizioni innanzi al Parlamento europeo, colloqui riservati, e relazioni annuali pubbliche ⁽²⁴⁷⁾, sottovalutano il conflitto intrinseco inerente alla posizione del *chair* dell'ESRB/Presidente della BCE, sul quale incombe il difficile compito di prevenire uno spostamento dell'interlocuzione verso i temi, inevitabilmente vicini alle problematiche della stabilità finanziaria in ottica macroprudenziale, della politica monetaria ⁽²⁴⁸⁾.

3.2 La funzione macroprudenziale nel MVU

Successivamente all'istituzione dell'ESRB, il quadro sostanziale e istituzionale della regolazione macroprudenziale nel mercato unico ha subito importanti modificazioni per effetto dell'unione bancaria. All'interno di questa, infatti, il trasferimento e la condivisione di responsabilità e funzioni di vigilanza tra BCE e autorità nazionali ha determinato l'emersione di un «*secondo tassello*» delle politiche macroprudenziali nell'UE ⁽²⁴⁹⁾. Le relative ripercussioni si rivelano particolarmente significative sia in punto di definizione dei caratteri della rete regolatoria, sia in relazione agli equilibri tra le sue diverse componenti.

⁽²⁴⁴⁾ Si veda l'articolo 9(6) del Regolamento 1092/2010, ove è stabilito che le riunioni del consiglio generale hanno carattere di riservatezza. Nondimeno, è invalsa la prassi della pubblicazione di *press release*, nei quali vengono sintetizzati alcuni dei temi trattati.

⁽²⁴⁵⁾ Si vedano gli articoli 10(3) e 18(1) del Regolamento 1092/2010; cfr. anche G. NAPOLETANO, *Legal aspects*, cit., 136 ss.; si veda, comunque, *infra*, § 4.3.

⁽²⁴⁶⁾ La citazione è di H.J. MULLER, *Address to the 5th International Conference of Banking Supervisors*, 16 maggio 1988, ed è tratta da M. DE BELLIS, *La regolazione*, cit., 248.

⁽²⁴⁷⁾ Cfr. articolo 19 del Regolamento 1092/2010. Peraltro, in base a quanto previsto dal paragrafo (5) della norma citata, i colloqui che almeno due volte l'anno si tengono tra il *chair* e il presidente della commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo si svolgono in forma orale e riservata.

⁽²⁴⁸⁾ La problematicità di questo aspetto è evidenziata da S. MCPHILEMY, C. BRIAULT, S. URBAN, R. VARGHESE, *Review of the New European System of Financial Supervision (ESFS). Part 2*, cit., 72: «(a) *perennial difficulty in the hearings of the ESRB Chair is that a large proportion of the questions focus on the ESRB Chair's responsibilities as ECB President. The difficulty of separating these two roles is not only a matter for MEPs. This was highlighted in the hearing of the ESRB Chair on 8 July 2013. When asked about his view on the proposed Transatlantic Trade and Investment Partnership, the ESRB Chair included in his answer a discussion of the monetary policy tools of the ECB. When one MEP pointed out that monetary policy was not within the ESRB's competence, the ESRB Chair acknowledged that it is sometimes difficult to separate his dual roles. Two main conclusions emerge from this analysis. First, although MEPs' questions have focused increasingly on the ESRB's main responsibilities, the majority of questions continue to address issues that do not pertain to the ESRB's core mandate. This is problematic for accountability, because the ECON Committee is the only forum in which the ESRB can be held publicly accountable on what it is doing to meet its mandate. Second, the analysis suggests that the current designation of the ESRB Chair has not helped the institution to establish a distinctive or independent voice within the Parliament or vis-à-vis the public.*

⁽²⁴⁹⁾ E. GUALANDRI, *Single Supervisory Mechanism e politiche macroprudenziali*, cit., 97.

Nel quadro del MVU, il riparto di competenze in ordine all'applicazione delle misure macroprudenziali previste dal *Single Rulebook* è regolato dall'articolo 5 del Regolamento 1024/2013, che stabilisce una serie di importanti forme di raccordo tra BCE e autorità degli Stati membri partecipanti ⁽²⁵⁰⁾.

In linea generale, il Regolamento ribadisce il potere delle autorità nazionali di applicare i requisiti in materia di riserve di capitale, aggiuntivi rispetto a quelli concernenti i «fondi propri», ivi incluse la fissazione di quote della riserva di capitale anticiclica e «ogni altra misura mirante ad affrontare i rischi sistemici o macroprudenziali» in base al diritto dell'Unione. Nondimeno, entro dieci giorni lavorativi antecedenti l'adozione di tale decisione, l'autorità interessata deve notificare la propria intenzione alla BCE, che può sollevare, entro cinque giorni lavorativi, un'obiezione motivata di cui l'autorità nazionale deve debitamente tener conto prima di adottare un provvedimento definitivo. In linea generale, quindi, l'autorità nazionale gode di una tendenziale discrezionalità nell'applicazione dei coefficienti di carattere macroprudenziale previsti dal *Single Rulebook* nei confronti di intermediari bancari stabiliti nel proprio territorio, fatta salva la necessità di un raccordo preliminare con la BCE nell'ambito del MVU e la possibile *moral suasion* da questa esercitata su eventuali profili di obiezione.

La regola descritta soffre, tuttavia, due importanti eccezioni.

In primo luogo, la BCE può imporre, sostituendosi alle autorità nazionali, i medesimi requisiti aggiuntivi per finalità macroprudenziali nel rispetto dei limiti e delle procedure fissate dal diritto dell'Unione, tenendo conto «della situazione specifica del sistema finanziario, della situazione economica e del ciclo economico nei singoli Stati membri o in parti di essi». In tal caso, la BCE deve «cooperare strettamente con le autorità nazionali designate», notificando la propria intenzione nei dieci giorni lavorativi antecedenti all'adozione di tale decisione e - come nel caso inverso - tenendo conto delle eventuali obiezioni motivate dell'autorità nazionale interessata. Tale potere, si noti, è esercitabile indifferentemente nei confronti di intermediari significativi e non significativi, in considerazione dell'assenza di un riferimento all'articolo 5 nel successivo articolo 6 del Regolamento 1024/2013, il cui rilievo si conferma limitato al riparto di attribuzioni concernenti la vigilanza microprudenziale ⁽²⁵¹⁾.

⁽²⁵⁰⁾ In argomento, G. FERRARINI, F. RECINE, *Should the ECB Have More Say*, in D. BUSCH, G. FERRARINI (a cura di), *European Banking Union*, cit., 142.

⁽²⁵¹⁾ In tal senso anche R. D'AMBROSIO, *Meccanismo di vigilanza unico*, cit., 598, il quale nota che «(l)a distinzione tra banche significative e banche meno significative non trova riscontro [...] con riferimento ai compiti macro-prudenziali, cui

In secondo luogo, le stesse autorità nazionali possono proporre alla BCE di agire autonomamente, e dunque di esercitare i compiti sopra descritti, «*per far fronte alla situazione specifica del sistema finanziario e dell'economia*» nel proprio Stato membro. Tale meccanismo procedurale sembra configurare una peculiare delega del potere di esecuzione delle attribuzioni di tipo macroprudenziale basate sul diritto nazionale. In ciò, tuttavia, il Regolamento non chiarisce se la BCE possa rifiutarsi di esercitare tale potere a fronte di una richiesta in tal senso da parte dell'autorità nazionale, se possa discostarsi da un eventuale indicazione di quest'ultima circa l'impiego di un dato strumento, e se, infine, tale potere possa estendersi all'attivazione di strumenti macroprudenziali non armonizzati dal diritto europeo ma previsti dal diritto nazionale ⁽²⁵²⁾.

In breve, dunque, il pilastro macroprudenziale del MVU è informato a un sistema di competenze parallele tra BCE e autorità nazionali in ordine all'applicazione delle misure armonizzate dalla regolazione europea ⁽²⁵³⁾; in linea con il principio di sussidiarietà, tale ordine sembra rispondere a un duplice rationale. Per un verso, rileva la circostanza che gli andamenti del ciclo economico determinanti per l'imposizione di tali misure possono assumere una dimensione ora nazionale, stimolando quindi un intervento dell'autorità di livello inferiore, ora di più larga estensione, sollecitando quindi un intervento dell'autorità sovranazionale ⁽²⁵⁴⁾. Per altro verso, le misure di tipo macroprudenziale «*complement the micro-prudential supervisory tools to safeguard the soundness of individual banks*» ⁽²⁵⁵⁾, con ciò ritenendosi giustificata l'attribuzione di un ruolo di regia e/o di possibile intervento suppletivo e anti-inerziale della BCE, data peraltro la più generale responsabilità su di essa incombente in ordine al corretto funzionamento del MVU.

3.3 La dimensione nazionale: il caso italiano

si applica un criterio completamente diverso». A parere di tale A., inoltre, sembra che il potere della BCE andrebbe circoscritto all'ipotesi di inerzia dell'autorità nazionale; ma, *contra*, si veda l'art. 102 del Regolamento 468/2014.

⁽²⁵²⁾ A parere di chi scrive, tale ultima facoltà è preclusa alla BCE, in considerazione della previsione generale dell'articolo 4(3) del Regolamento 1024/2013, che prevede, con clausola di applicazione generale, che «(ai) *fini dell'assolvimento dei compiti attribuiti dal [...] regolamento e allo scopo di assicurare standard elevati di vigilanza, la BCE applica tutto il pertinente diritto dell'Unione e, se tale diritto dell'Unione è composto da direttive, la legislazione nazionale di recepimento di tali direttive*» (enfasi rimossa per evidenza).

⁽²⁵³⁾ FERRARINI e RECINE lo riassumono in questi termini: «(i) *n the context of macro-prudential supervision, the SSMR has created a situation of shared competence, whereby national authorities maintain their powers but have to notify their draft decisions for comments to the ECB in advance*»; cfr., G. FERRARINI, F. RECINE, *Should the ECB Have More Say*, in D. BUSCH, G. FERRARINI (a cura di), *European Banking Union*, cit., 149.

⁽²⁵⁴⁾ Nella stessa linea di pensiero, si è notato infatti che «*there is both a European and national dimension in the developments of the financial system and the economy*»; cfr., P.G. TEIXEIRA, *The Single Supervisory Mechanism*, in AA.VV., *Dal Testo unico bancario*, cit., 85.

⁽²⁵⁵⁾ IBID.

Sul piano degli assetti istituzionali, l'affermazione di un approccio regolatorio macroprudenziale nel contesto europeo non ha avuto impatti significativi, alla data, sul riparto generale di competenze tra le autorità di vigilanza finanziaria stabilito all'interno dell'ordinamento italiano ⁽²⁵⁶⁾. Questo, come noto, definisce l'architettura generale delle funzioni di regolazione e controllo sulla finanza privata in base a criteri che valorizzano fattori di tipo oggettivo e soggettivo - dati dalla tipologia di intermediari e attività svolte in via riservata - nonché finalistico, atti a indirizzare l'azione delle autorità stesse ⁽²⁵⁷⁾; individua, quindi, limitate forme di raccordo formali, generando talune distonie recentemente venute all'attenzione dell'opinione pubblica ⁽²⁵⁸⁾.

Nondimeno, l'armonizzazione delle misure macroprudenziali in ambito bancario per effetto della ricordata disciplina europea ha avuto riflessi sulle attribuzioni della Banca d'Italia, di recente designata quale autorità macroprudenziale nazionale.

In sede di recepimento della CRD IV ⁽²⁵⁹⁾, infatti, il legislatore ha introdotto un nuovo articolo 53-ter nel TUB. Nella versione attualmente vigente ⁽²⁶⁰⁾, tale disposizione

⁽²⁵⁶⁾ Argomento sul quale, come inevitabile, esiste un'ampissima letteratura. Per i principali riferimenti rappresentati in un quadro unitario, si vedano I. BORRELLO, *Il controllo del credito*, in S. CASSESE (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo*, vol. III, Milano, Giuffrè, 2003, 2791; F. CAPRIGLIONE (a cura di), *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, Padova, Cedam, 2006; D. SICLARI, *Costituzione e autorità di vigilanza bancaria*, cit.; G. NAPOLITANO, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giorn. dir. amm.*, 2008, 1083, spec. 1088 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, Cedam, 2009; M. CLARICH, *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario a) Profili generali* (voce), in *Enc. del Dir.* [Annali V, 2012], Milano, Giuffrè, 152; E.L. CAMILLI, *Autorità di vigilanza*, cit., spec. 168 ss.; E. CHITI, *Le architetture*, cit., in G. NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi*, cit.; D. SICLARI (a cura di), *Italian Banking and Financial Law. I. Supervisory Authorities and Supervision*, Basingstoke - New York, Palgrave Macmillan, 2015; ID., *La regolazione bancaria e dei mercati finanziari: dalla 'neutralizzazione' dell'indirizzo politico sul mercato all'unificazione europea*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2016, 189; M. MACCHIA, *Modelli di coordinamento della vigilanza bancaria*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2016, 367.

⁽²⁵⁷⁾ Si è osservato, al riguardo, come è mancato, sino a tutt'oggi, «un ripensamento generale del modello di vigilanza. L'attuale disciplina delle autorità finanziarie presenta numerose incongruenze e duplicazioni. [...] Sopravvive qualche elemento spurio al modello delle autorità indipendenti come la previsione di un organo politico-amministrativo [...]. Sotto il profilo organizzativo, l'ordinamento delle singole autorità presenta specificità che non sempre sono giustificate in relazione alla particolarità delle funzioni. Nel complesso il modello di vigilanza sul sistema finanziario ha carattere ibrido rispetto a quelli adottati in altri Paesi dell'Unione europea nei quali l'opera di razionalizzazione, entro la cornice comunitaria, è avvenuta optando per un'autorità unica (modello cosiddetto accentrato), oppure per una pluralità di autorità assumendo però come criterio una ripartizione per funzioni sviluppata in modo coerente»; cfr. M. CLARICH, *Autorità di vigilanza*, cit., 162.

⁽²⁵⁸⁾ Il riferimento è alla nota vicenda della Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, e alle problematiche dai lavori di questa evidenziate in punto di coordinamento tra le attività delle autorità.

⁽²⁵⁹⁾ Si veda, in particolare, l'art. 1, comma 20, del d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, recante Attuazione della direttiva 2013/36/UE, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, per quanto concerne l'accesso all'attività degli enti creditizi e la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento. Modifiche al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 e al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

⁽²⁶⁰⁾ La disposizione introdotta dal d.lgs. 72/2015 è stata infatti successivamente modificata dal d.lgs. 14 novembre 2016, n. 223, recante Adeguamento della normativa nazionale al regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi.

indica nella Banca d'Italia l'autorità nazionale responsabile per l'adozione delle misure richiamate dall'articolo 5 del Regolamento sul MVU, e stabilisce che la medesima può esercitare i poteri di vigilanza a essa conferiti dal TUB, «*per finalità macroprudenziali, anche nei confronti di soggetti significativi*»⁽²⁶¹⁾. Correlativamente, le disposizioni sanzionatorie previste dallo stesso TUB sono state modificate al fine di ricomprendere tale estensione delle attribuzioni dell'autorità bancaria⁽²⁶²⁾.

Il descritto assetto istituzionale risulta però disallineato rispetto a una specifica raccomandazione dell'ESRB del 22 dicembre 2011 relativa al mandato macroprudenziale delle autorità nazionali⁽²⁶³⁾, che aveva inteso tracciare la linea per la definizione degli assetti istituzionali nazionali funzionali alla conduzione delle politiche macroprudenziali. In particolare, vi si suggeriva la designazione di un'autorità - alternativamente sotto forma di "istituzione unica" o comitato composto dalle autorità la cui azione abbia un impatto concreto sulla stabilità finanziaria; si indicava nella banca centrale il soggetto incaricato di svolgere un ruolo guida nelle politiche macroprudenziali, facendo salve le prerogative di indipendenza derivanti dalla partecipazione al SEBC; si suggeriva l'adozione di misure per assicurare adeguati meccanismi di cooperazione orizzontali e verticali su base transnazionale; si specificavano funzioni, poteri, strumenti e obblighi di trasparenza e indipendenza minimi di cui le istituende autorità avrebbero dovuto essere dotate.

Con considerevole ritardo rispetto alle tempistiche di adempimento suggerite⁽²⁶⁴⁾, l'articolo 10 della legge 12 agosto 2016, n. 170 (c.d. legge di delegazione europea per il 2015) aveva attribuito al Governo il potere di dare attuazione, mediante adozione di uno

⁽²⁶¹⁾ Cfr. altresì l'art. 67, comma 3-ter, con riferimento all'esercizio dei poteri di vigilanza regolamentare.

⁽²⁶²⁾ Cfr. l'art. 144, comma 1, lett. a), del TUB, che rende sanzionabile l'inosservanza dell'articolo 53-ter e, correlativamente, delle relative disposizioni generali o particolari impartite dalle autorità creditizie.

⁽²⁶³⁾ Raccomandazione del Comitato europeo per il rischio sistemico del 22 dicembre 2011, relativa al mandato macroprudenziale delle autorità nazionali (CERS/2011/3). La raccomandazione è stata adottata ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 2, lettere b), d) e f), nonché degli articoli 16 e 18 del Regolamento 1092/2010.

⁽²⁶⁴⁾ La raccomandazione avrebbe dovuto essere attuata entro la metà del 2013. Già in sede di esame del disegno di legge di delegazione europea 2014, il Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia segnalava la «*lacuna relativa alla mancata inclusione nel provvedimento di delega per il recepimento della Raccomandazione adottata nel 2011 dal Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) sull'istituzione di un'autorità nazionale con un mandato macroprudenziale*»; nel suo intervento, si segnalava come l'ordinamento italiano non fosse in linea con le indicazioni dell'ESRB, in virtù della presenza di «*diverse autorità con responsabilità di vigilanza su specifici segmenti del settore finanziario*», e della contestuale assenza di poteri di intervento estesi a tutte le componenti del sistema e di compiti di coordinamento generali, richiesti dalla raccomandazione, tanto più necessari in virtù della partecipazione dell'Italia al meccanismo unico di vigilanza, e dell'attribuzione alla BCE di poteri macroprudenziali. Per l'integrale lettura dell'intervento si rinvia a www.senato.it/application/xmanager/projects/leg17/attachments/documento_evento_procedura_commissione/files/000/002/476/Contributo_Banca_dItalia.pdf.

o più decreti legislativi, alla citata raccomandazione. La mancata adozione delle norme delegate e la recente decadenza dell'articolo della legge europea per decorrenza dei termini hanno comportato, tuttavia, il perdurare dello stato di inadempimento. Nondimeno, la lettura delle disposizioni caducate fornisce alcune linee dell'indirizzo prescelto dal legislatore italiano che, se troveranno conferma negli assetti futuri, meritano già qualche riflessione.

La norma delegante proponeva l'istituzione di un «Comitato per le politiche macroprudenziali», struttura snella organizzata attorno alla Banca d'Italia e modellata sulla base dell'autorità macroprudenziale europea. L'opzione legislativa prevalsa aveva quindi escluso l'istituzione di una figura organizzativa autonoma, orientandosi, viceversa, per il modello ibrido dell'autorità indipendente priva di personalità giuridica. Il Comitato sarebbe stato quindi costituito dalla Banca d'Italia, incaricata di presiederlo e svolgere le funzioni di segretariato, dalla CONSOB, dall'IVASS e dalla COVIP; tutte amministrazioni che, secondo espressa dichiarazione del legislatore delegante, «condividono l'obiettivo di salvaguardia della stabilità del sistema finanziario». Alle riunioni del Comitato avrebbero inoltre partecipato il MEF e l'AGCM.

Con tale configurazione, il Comitato avrebbe di fatto confermato alcune delle linee di tendenza generali del sistema di vertice di regolazione finanziaria nazionale: l'affrancamento progressivo dalla dipendenza ministeriale e l'inserimento sempre più stretto delle autorità di vigilanza nel panorama dei regolatori europei ⁽²⁶⁵⁾; la (conseguente) sempre maggiore residualità del CICR, in quanto soggetto distante da un modello di vigilanza incardinato su autorità indipendenti; il riconoscimento alla Banca d'Italia di una posizione di *primus inter pares*, coerente con il ruolo giocato nella gestione della crisi globale da parte degli istituti di emissione, con l'evoluzione parallela degli equilibri istituzionali in sede europea, e con l'opportunità di assicurare un piano coordinamento tra Comitato, ESRB e *governance* del MVU.

Al di là della *moral suasion* insita nella raccomandazione, la simmetria tra il modello organizzativo nazionale e lo schema del *comitato* europeo è sembrata frutto di una scelta casuale del legislatore. L'analisi dei lavori delle Commissioni e dell'Aula non chiarisce le variabili che hanno contribuito alla definizione (comunque positiva) di questo assetto ⁽²⁶⁶⁾.

⁽²⁶⁵⁾ M. CLARICH, *Autorità di vigilanza*, cit., 162; in questi termini anche R. IBRIDO, *L'Unione bancaria europea*, cit., 68.

⁽²⁶⁶⁾ È interessante notare come, sull'approvazione dell'articolo in commento, vi sia stata una forte critica da parte dell'opposizione parlamentare in Senato, con richiami alla vicenda relativa al recepimento della

Può ipotizzarsi abbiano avuto rilievo esigenze di contenimento dei costi e degli oneri per l'amministrazione; di efficientamento della raccolta dei dati e delle informazioni rilevanti, già in larga parte a disposizione delle autorità partecipanti; di razionalizzazione delle forme di raccordo tra queste ultime, con una semplificazione delle esigenze di coordinamento, che costituiscono il nodo cruciale dell'esercizio di politiche macroprudenziali efficaci, efficienti, e coerenti con altri interventi delle autorità di vigilanza ⁽²⁶⁷⁾.

Nessuna indicazione è desumibile anche in ordine alla decisione relativa alla composizione del Comitato, sebbene questa sembri parzialmente discendere da un esercizio di composizione a rime obbligate. Due aspetti interessanti emergono, però, dall'analisi del testo: da un lato, lo sdoppiamento delle forme di *membership*, anch'esso coerente con la struttura dei comitati di regolazione macroprudenziale analizzati in questo lavoro, con l'inclusione tra i membri "silenti" del polo governativo; dall'altro, l'inedita partecipazione dell'autorità *antitrust*.

La presenza del MEF, ancorché in posizione ancillare, è sembrata rispondere all'esigenza di assicurare, anche a livello nazionale, un'adeguata condivisione delle informazioni rilevanti dal punto di vista della stabilità finanziaria interna, dando quindi voce alla dimensione fiscale di questa. D'altro canto, la circostanza che la *membership* fosse qualificata in termini di *possibilità* di assistere alle riunioni appare sintomatica dell'esigenza di assicurare un'indipendenza operativa *forte* del Comitato dal circuito politico-parlamentare, secondo il disegno profilato all'interno della raccomandazione ⁽²⁶⁸⁾.

BRRD. In particolare, è stata persino rappresentata l'opportunità di non procedere all'approvazione della norma e alla conseguente costituzione del Comitato, nei termini che seguono: «*noi stiamo dando in mano a un comitato indipendente delle scelte di politica macroprudenziale. Non so in quanti di voi hanno realmente letto la disposizione in esame, che fa anche riferimento alla raccomandazione CERS/2011/3, che, peraltro, doveva essere recepita entro il 30 giugno 2013 e, quindi, siamo in ritardo tre anni. Segnalo ciò per dirvi che qualcosa non funziona. Il Comitato in oggetto avrà il potere di mandare le raccomandazioni agli Stati membri - ossia a noi - su come agire nelle situazioni in cui ci troveremo. Come è stato ricordato, quando l'anno scorso si è parlato in questa sede di bail in, il tema è stato preso sottogamba [...]. Oggi come oggi, non si può sostenere che, prima o poi, cercheremo di evitare le scadenze che l'Europa ci chiede. Invito veramente a non votare questo articolo e a stralciarlo, perché è pericolosissimo. [...]. Il discorso è che il prossimo anno rischiamo veramente di non avere più un'Unione europea, ma una marea di trattati, di condizioni e di comitati, che metteranno comunque bocca nei nostri affari [...]*»; si veda il *dossier* relativo al provvedimento e, in particolare, il resoconto della seduta n. 669 del 27 luglio 2016 con le dichiarazioni della senatrice BOTTICI, in www.senato.it/japp/bgt/showdoc/frame.jsp?tipodoc=Resaula&leg=17&id=984092.

⁽²⁶⁷⁾ D'altro canto, nell'intervento più sopra richiamato del Capo della Vigilanza della Banca d'Italia, veniva sottolineato come la soluzione organizzativa del Comitato fosse rispettosa dell'architettura nazionale di vigilanza sul sistema finanziario, in quanto capace di coniugare «*le esigenze di coordinamento e raccordo con quelle di autonomia delle autorità*».

⁽²⁶⁸⁾ All'interno di quest'ultima, infatti, si chiarisce che il ruolo guida affidato alla banca centrale non deve porre «*a rischio la sua indipendenza ai sensi dell'articolo 130 del trattato*»; cfr. punto 3, della *Raccomandazione B – Disposizioni istituzionali*.

Per contro, è risultata non chiara la *ratio* della partecipazione, ancorché non determinante, dell'autorità *antitrust*: tale elemento, non previsto nel testo originario e frutto di un emendamento approvato in sede parlamentare ⁽²⁶⁹⁾, appariva invero eccentrico rispetto al quadro della materia in rilievo e, più in generale, alle funzioni che l'ordinamento conferisce all'AGCM. A tutto concedere, l'attribuzione di tale *membership* avrebbe potuto richiamare le responsabilità che l'Autorità è venuta assumendo in relazione a profili di protezione del consumatore nell'ordinamento italiano, talora indicati come cruciali per le dinamiche della crisi finanziaria globale e dunque meritevoli di una maggiore attenzione nel riassetto dell'architettura di vigilanza in genere. Al riguardo, nondimeno, la norma delegante poneva delicati problemi di raccordo con la disciplina recata dall'articolo 7 del TUB concernente l'opponibilità del segreto d'ufficio in relazione alle notizie, informazioni e dati in possesso della Banca d'Italia in ragione della sua attività di vigilanza.

Quanto al mandato, al Comitato sarebbe stata conferita la funzione di «*conduzione della politica macro-prudenziale*». I poteri strumentali all'esercizio di tale funzione erano individuati in larga parte mediante rinvio alle funzioni, ai poteri e agli strumenti previsti dalla raccomandazione dell'ESRB; era parimenti rimessa ai decreti delegati la definizione degli aspetti attinenti alla cooperazione con altre autorità, nazionali ed europee, sempre in linea con quanto previsto dalla raccomandazione citata ⁽²⁷⁰⁾. Tale assetto, comunque, evidenziava alcune linee di fondo della scelta legislativa.

⁽²⁶⁹⁾ Cfr. i lavori alla Camera, e, in particolare, l'Elenco generale delle proposte emendative in Assemblea riferite al C. 3540-A, in ordine di pubblicazione: documenti.camera.it/apps/emendamenti/getProposteEmendative.aspx?contenitorePortante=leg.17.eme.ac.3540&tipoSeduta=0&scdeEsame=null&urnTestoRiferimento=urn:leg:17:3540:null:A:ass:null:null&tipoListaEmendamenti=1. Gli emendamenti si riferiscono all'articolo 9, secondo la numerazione anteriore alla definitiva approvazione del testo. L'emendamento, sottoposto da un deputato dell'opposizione, ha trovato il favore del Governo sebbene a fronte di una sostanziale riformulazione rispetto a un primo emendamento presentato dallo stesso deputato, come si evince dal resoconto della seduta del 21 aprile 2016: «(i) *Il Governo è sensibile alle esigenze sollevate da questo emendamento e per questo abbiamo fatto un approfondimento. Il punto su cui si può, eventualmente, lavorare per trovare un compromesso, [...] è l'origine di questo emendamento e la base su cui si pone. Lei sa che parliamo di una raccomandazione del Comitato europeo per il rischio sistemico e il Comitato europeo per il rischio sistemico, lei lo sa bene, si occupa innanzitutto di questioni macro-prudenziali e di questioni legate alla stabilità finanziaria. Ciò non toglie che non possa rientrare in questo Comitato, in qualità di osservatore, così come lo sono anche altre autorità, anche l'Autorità garante della concorrenza e del mercato. Il modo in cui, però, è formulato il suo emendamento, va al di là della raccomandazione e del mandato specifico che il Comitato europeo per il rischio sistemico raccomanda agli Stati membri. Io, se lei è d'accordo, posso proporre una riformulazione molto semplice, che mira a raggiungere lo scopo da lei perseguito, senza andare al di là della raccomandazione del mandato e, quindi, senza creare anche una situazione di incertezza giuridica, semplicemente lasciando l'Autorità garante della concorrenza e del mercato ed eliminando tutto quello che viene dopo l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, perché lei qui definisce un'attività specifica, che tra l'altro è molto più ristretta rispetto all'attività dell'Autorità e che non è l'obiettivo principale della raccomandazione». L'emendamento parzialmente stralciato prevedeva un riferimento all'attività dell'AGCM di «*vigilanza sulla tutela dei consumatori al fine di garantire ai risparmiatori la conservazione di tutti i diritti previsti a legislazione vigente*».*

⁽²⁷⁰⁾ La relazione al testo originario della norma in commento cita, con riferimento a quest'ultimo passaggio, di cui all'attuale comma 2, lettera f), il punto B.4 della raccomandazione dell'ESRB, ove si invitano gli Stati

La norma delegante distingueva due tipologie di poteri: da un lato, poteri di raccomandazione *hard* e di indirizzo *soft*; dall'altro, poteri strumentali a carattere informativo, rispettivamente esercitabili nei confronti di alcune delle autorità componenti il comitato o, tramite il supporto di queste ultime, nei confronti di soggetti terzi ⁽²⁷¹⁾.

Il Comitato avrebbe potuto emanare *raccomandazioni* esclusivamente nei confronti della CONSOB, dell'IVASS e della COVIP; tali raccomandazioni non avrebbero potuto esser rivolte, quindi, né nei confronti della Banca d'Italia, coerentemente con la posizione dominante della stessa e del ruolo subalterno che le altre autorità giocano nell'ambito della stabilità finanziaria, né nei confronti del MEF e dell'AGCM. Nondimeno, il Comitato avrebbe potuto rivolgere «*comunicazioni al Parlamento e al Governo*», coerentemente con le attribuzioni dell'omologo europeo. Rispetto a queste ultime, tuttavia, le prerogative del Comitato nazionale sembravano porsi - per così dire - a metà del guado: per un verso, si attribuiva una timida forma di potere di *soft direction* all'autorità macroprudenziale, che in astratto avrebbe potuto riflettersi sul concreto esercizio del potere di indirizzo politico del Governo, da un lato, e di iniziativa legislativa parlamentare, dall'altro ⁽²⁷²⁾; per altro verso, questa risultava più debole di quanto stipulato in sede europea, in ragione della mancata previsione di termini per l'adozione delle misure eventualmente suggerite o di forme estese di *comply or explain* - limitate alle sole autorità di vigilanza ⁽²⁷³⁾.

Quanto ai poteri individuati nella legge delega, questi si distinguevano in due sottocategorie. Da un lato, si indicava la possibilità di richiedere alle tre autorità settoriali tutti i dati e le informazioni necessari all'esercizio delle funzioni del Comitato ⁽²⁷⁴⁾, in linea con l'impostazione seguita nel regolamento istitutivo dell'ESRB. Dall'altro, si prefiguravano poteri di vigilanza informativa "indiretta", che si sostanziavano nella possibilità di acquisire tramite CONSOB, IVASS e COVIP, in base alle rispettive competenze, informazioni strumentali all'esercizio delle funzioni attribuite al Comitato da parte di i)

membri ad «*affidare all'autorità macroprudenziale il mandato di cooperare e scambiare informazioni anche a livello transfrontaliero, in particolare informando [l'ESRB] delle azioni intraprese per gestire i rischi sistemici a livello nazionale*».

⁽²⁷¹⁾ A questi ultimi si aggiungevano poteri a carattere sanzionatorio, complementari all'esercizio dei poteri informativi direttamente attribuiti al Comitato ed esercitabili dalle autorità partecipanti al Comitato, ovvero dalla Banca d'Italia «*negli altri casi*», a fronte di condotte che si sostanziassero nell'impossibilità - per il Comitato - di ottenere le informazioni strumentali all'esercizio dei poteri di raccomandazione e indirizzo prima citati.

⁽²⁷²⁾ Trattasi, peraltro, di atti che non sono previsti dalla raccomandazione dell'ESRB.

⁽²⁷³⁾ Cfr. comma 2, lettera g): «*le autorità di cui alla presente lettera motivano l'eventuale mancata attuazione delle raccomandazioni stesse*».

⁽²⁷⁴⁾ Cfr. comma 2, lettera b).

soggetti privati che svolgono attività economiche rilevanti ai fini della stabilità finanziaria, e *ii*) soggetti pubblici.

Infine, in linea con le indicazioni contenute nella raccomandazione, la delega al Governo prevedeva alcuni riferimenti all'esigenza di assicurare l'*accountability* del Comitato e un esercizio trasparente della conduzione delle politiche macro-prudenziali, rinviando a scelte governative la definizione delle regole di funzionamento e di voto del Comitato, nonché i casi in cui le decisioni sarebbero state rese pubbliche ⁽²⁷⁵⁾.

4. Le forme di interazione e integrazione

L'evoluzione dell'architettura di vigilanza e regolazione finanziaria nell'ordinamento europeo sopra esaminata evidenzia il suo volgere, nel corso dei decenni, verso una composita forma settoriale di «amministrazione multiorganizzativa» ⁽²⁷⁶⁾, nella quale convivono diversi paradigmi di integrazione tra dimensione sovranazionale e nazionale improntati a un'esigenza di equilibrio tra accentramento e decentramento nella cura di interessi condivisi. In particolare, tale «sistema comune» ⁽²⁷⁷⁾, di cui la rete di regolazione macroprudenziale costituisce parte strutturalmente autonoma ma funzionalmente interconnessa, risulta organizzato attorno a quattro poli principali.

Il primo polo è rappresentato dalla Commissione europea, che vi svolge funzioni di regolazione mediante adozione degli atti di esecuzione delegati dalla disciplina primaria, e di coordinamento e raccordo con ulteriori gangli dell'amministrazione europea, tra cui spiccano le materie degli aiuti di Stato, della sorveglianza macroeconomica e del governo del mercato unico.

Il secondo polo è costituito dalle tre agenzie microprudenziali di regolazione sotto-settoriale, depositarie di funzioni di tipo quasi-regolatorio a supporto della Commissione, di monitoraggio rispetto agli specifici sotto-settori di afferenza, e di coordinamento, in senso lato, delle attività delle autorità di vigilanza nazionali.

⁽²⁷⁵⁾ Cfr. comma 2, lettera *d*).

⁽²⁷⁶⁾ C. FRANCHINI, *Autonomia e indipendenza nell'amministrazione europea*, in *Dir. amm.*, 2008, 87, 91.

⁽²⁷⁷⁾ Sulla nozione di «sistema comune», si veda S. CASSESE, *Il procedimento amministrativo europeo*, in F. BIGNAMI, S. CASSESE (a cura di), *Il procedimento amministrativo nel diritto europeo*, cit., 31; cfr. anche E. CHITI, *L'accountability delle reti*, cit., 39, che con l'espressione «sistema comune settoriale» indica «il complessivo sistema di organizzazioni e di attività nel quale le autorità nazionali e quelle europee operano congiuntamente per il raggiungimento di finalità dell'Unione». In senso conforme a quanto indicato nel testo, si veda anche E. D'ALTERIO, *Agenzie e autorità europee: la diafasia*, cit., nonché E. CHITI, *Le architetture*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi*, cit., 184, il quale ha osservato come nell'UE è stata messa a punto «un'architettura della vigilanza finanziaria incentrata sul coordinamento dei regolatori domestici, chiamati a cooperare in un sistema reticolare governato da autorità europee e volto a ridurre i costi di transazione istituzionale».

Il terzo polo si identifica nella BCE, le cui attribuzioni spaziano dalla regolazione in senso stretto - limitata dal punto di vista geografico, settoriale e finalistico, e assoggettata agli indirizzi dell'EBA -, alla vigilanza diretta su un insieme mobile di intermediari, secondo schemi che, all'interno del MVU, combinando accentrato e decentramento, si raccordano a ulteriori ambiti settoriali e reti dell'amministrazione dell'UE afferenti alla stabilità finanziaria.

Il quarto polo, nazionale, non si identifica in una figura organizzativa unitaria: adattatosi alle trasformazioni del sistema di regole e organi amministrativi europei, questo viene a sua volta disaggregandosi e riaggregandosi nel tentativo di mantenere una continua e stretta interlocuzione con i poli sovranazionali della rete; al suo interno, funzioni di indirizzo, coordinamento e regolazione talora accentrate all'interno di nuovi comitati guidati dalle banche centrali, si coniugano a funzioni di esecuzione disperse tra le varie autorità con responsabilità settoriali, relegando di frequente ai margini le strutture politiche.

L'affermarsi dell'approccio regolatorio macroprudenziale ha determinato un'aggregazione di tali poli all'interno dell'ESRB. Dal Comitato si diparte, e con esso si raccorda continuamente, una sottorete regolatoria che partecipa a vario titolo della funzione generale di protezione della stabilità finanziaria dell'Unione, attraverso l'esercizio di attribuzioni che specificamente attengono alla mitigazione del rischio sistemico nelle sue diverse manifestazioni. Il comitato si configura, dunque, come un eccezionale punto di snodo ⁽²⁷⁸⁾, settoriale e sezionale ⁽²⁷⁹⁾, di un *network* che interconnette «a plurality of national and EU bodies [...] through organizational and procedural techniques of administrative integration» ⁽²⁸⁰⁾, e che si spinge a includere, date le intrinseche ramificazioni politiche delle problematiche di gestione e prevenzione del rischio sistemico, le istituzioni governative e legislative nazionali e sovranazionali.

⁽²⁷⁸⁾ H. WILLKE, E. BECKER, C. ROSTÁSY, *Systemic Risk*, cit., 203, i quali notano al riguardo come «the ESRB's place within the supranational constitutional legal framework is unique to the Union, where close connections to bodies with formal power may actually enhance its effectiveness».

⁽²⁷⁹⁾ S. CASSESE, *La signoria comunitaria*, cit., il quale sottolinea come i tratti distintivi delle figure di composizione del diritto europeo includono il carattere sezionale di ciascuno di essi, stante l'istituzione per il governo di una materia determinata, il loro riunire autorità indipendenti o semi-indipendenti, il rispettivo costituire *fora* tecnico-scientifici, e la circostanza che l'attività ivi svolta dal rappresentante non è imputata all'organo rappresentato («che funge, quindi, solo da ufficio di designazione»).

⁽²⁸⁰⁾ E. CHITI, *EU and Global Administrative Organizations*, in E. CHITI, B.G. MATTARELLA (a cura di), *Global Administrative Law and EU Administrative Law. Relationships, Legal Issues and Comparison*, Heidelberg, Springer, 2011, 20.

Quali sono i moduli organizzativi e procedurali che generano l'integrazione amministrativa in questa sottorete, o, se si preferisce, rete di reti? Si tratta di un sistema che presenta caratteri innovativi rispetto ai modelli tradizionali di esecuzione del diritto amministrativo europeo ⁽²⁸¹⁾, in quanto "addossato" su plurime amministrazioni nazionali e sovranazionali connotate da forti prerogative di indipendenza dai privati e dal potere politico ⁽²⁸²⁾, e incentrato su una figura *ibrida* tra i colleghi scientifici e le agenzie europee di ultima generazione ⁽²⁸³⁾? A quali paradigmi risponde tale integrazione, e quali interessi intende comporre, in maniera evidentemente compromissoria ⁽²⁸⁴⁾? Quali equilibri, per l'effetto, si generano tra componente tecnica e componente politica, e tra componente

⁽²⁸¹⁾ Per una ricostruzione dell'evoluzione, nella vasta letteratura esistente, si vedano almeno E. CHITI, C. FRANCHINI, *L'integrazione*, cit., spec. 20-89, i quali hanno tracciato un'influente ipotesi di lavoro per gli studi generali e particolari succedutisi in tema. Più di recente, si vedano, oltre ai contributi citati nel presente Capitolo e nelle note che seguono, L. SALTARI, *Amministrazioni nazionali in funzione comunitaria*, Milano, Giuffrè, 2007; S. SCREPANTI, *La dimensione ultrastatale delle autorità indipendenti: i "sistemi comuni" europei e globali*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2009, 913; M. MACCHIA, *Questione amministrativa e cooperazione dopo Lisbona: un nesso inscindibile*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2012, 85; M. SAVINO, *L'organizzazione amministrativa dell'Unione europea*, in L. DE LUCIA, B. MARCHETTI (a cura di), *L'amministrazione europea e le sue regole*, Bologna, il Mulino, 2015; C. FRANCHINI, *Le fasi e i caratteri*, cit., 2017. Per una panoramica sul contributo della scienza giuridica italiana allo studio dell'integrazione amministrativa si veda A. SANDULLI, *La scienza italiana del diritto pubblico e l'integrazione europea*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2005, 859, spec. 887 ss.

⁽²⁸²⁾ Si tratta dell'ipotesi di lavoro già tracciata in E. CHITI, *Le trasformazioni delle agenzie europee*, in Riv. trim. dir. pubbl., 2010, 57, il quale ha osservato come «la discussione sulla nuova governance della vigilanza finanziaria mostra come le istituzioni politiche dell'Unione europea stiano considerando la possibilità di istituire [...] agenzie europee indipendenti tanto dai privati quanto dalle istituzioni politiche, inclusa la Commissione». A sua volta, tali riflessioni riprendono quelle in precedenza svolte in E. CHITI, C. FRANCHINI, *L'integrazione*, cit., 78 ss., ove si sottolineava come «negli ultimi tempi [...] si sono evidenziati i segni di una tendenza nuova a livello comunitario (ma non certo a livello nazionale): quella alla costituzione di autorità indipendenti europee». Tuttavia, è appena il caso di precisare come l'ESRB non si configuri, in sé, come un'agenzia autonoma, essendo privo di personalità giuridica e di una struttura organizzativa propria; piuttosto, la prospettiva suggerita dalla scienza giuridica può essere sviluppata e approfondita in relazione all'attività della rete nel suo complesso.

⁽²⁸³⁾ Si fa riferimento alla distinzione già proposta in E. CHITI, C. FRANCHINI, *L'integrazione*, cit., 97 ss., i quali individuano quattro caratteristiche tipiche dei colleghi («si configurano quali uffici sezionali; svolgono un'attività di natura tecnico-scientifica; sono composti da membri designati dalle amministrazioni centrali nazionali e dall'amministrazione centrale comunitaria [...]; l'attività svolta dai membri del collegio non è in alcun modo imputata al centro designante, che si collega al designato mediante un rapporto di rappresentatività, piuttosto che di vera e propria rappresentanza») per contrasto con quelli dell'agenzia («un ufficio comunitario dotato di personalità giuridica e titolare di attribuzioni che gli sono conferite dalla normativa sovranazionale») e delle autorità indipendenti («[che] si caratterizzano per la posizione di terzietà e di neutralità rispetto all'amministrazione centrale comunitaria e ai poteri nazionali e governativi, oltre che al potere economico e privato»). Successivamente, con riferimento al modello generale dell'agenzia e in relazione agli sviluppi occorsi tanto nel settore dell'energia quanto nella stessa architettura amministrativa di regolazione e vigilanza finanziaria, CHITI ha rilevato come «(le) istituzioni politiche dell'Unione [...] hanno messo a punto, in uno specifico settore, ed in risposta alle particolari esigenze di quest'ultimo, un assetto amministrativo incentrato su un'Agenzia la quale, per un verso, riproduce alcuni tratti caratteristici delle agenzie europee, per altro verso, se ne discosta sotto un profilo importante, quello della piena indipendenza dalle istituzioni politiche e dai privati. Si tratta di uno sviluppo non isolato, come dimostra la discussione sulla riforma della vigilanza finanziaria nell'ordinamento europeo»; cfr. E. CHITI, *Le trasformazioni*, cit., 62.

⁽²⁸⁴⁾ È questo il giudizio che sembrano in definitiva darne, in chiave politologica, H. WILKE, E. BECKER, C. ROSTÁSY, *Systemic Risk*, cit., 191: «(p)olitical compromise therein is largely induced by tensions between national regulators, as well as vis-à-vis European institutions, as they express concern regarding their retained powers under the new structure, frustrating truly groundbreaking sovereignty conferral to the supranational level so as to increase credibility and the likelihood of macroprudential effectiveness».

nazionale e sovranazionale? Quali problematiche emergono, in punto di *accountability*, dall'isolamento della rete, dall'estensivo ricorso a strumenti di *soft law*, e dalla dispersione dei poteri regolatori ed esecutivi?

I sotto-paragrafi che seguono tentano di rispondere a questi interrogativi, proponendo una disamina delle «tecniche di integrazione amministrativa» che emergono all'interno della sottorete regolatoria in esame ⁽²⁸⁵⁾: questi consentiranno di delineare i tratti definatori dell'equilibrio tra tecnica e politica che è qui venuto emergendo.

L'analisi si sviluppa a partire dall'osservazione che tali tecniche di integrazione sono essenzialmente incentrate su tre pilastri: l'uno, di tipo istituzionale, costituito dalla riproduzione delle dinamiche strutturali della rete principale attraverso la partecipazione diretta dei diversi poli sopra indicati alla *governance* dell'ESRB ⁽²⁸⁶⁾; il secondo, di tipo più strettamente procedurale, connotato dai moduli organizzativi che informano i rapporti tra le componenti della rete in uno sforzo di coordinamento e cooperazione nello svolgimento delle attività di regolazione ed esecuzione in conformità a un approccio macroprudenziale; il terzo, di tipo regolatorio, in cui emerge il bilanciamento tra *hard* e *soft law*, ovvero tra armonizzazione (parziale) delle misure di carattere macroprudenziale e impiego di varie forme di raccomandazione e indirizzo da parte dell'ESRB e dell'EBA.

Le interazioni di cui si dirà seguono due direttrici fondamentali: l'una, a carattere orizzontale, ricomprende l'insieme di raccordi stabiliti tra l'ESRB, la BCE, le tre ESAs, il SRB e le altre istituzioni europee; l'altra, a carattere verticale, include in senso discendente i rapporti tra autorità sovranazionali e autorità e istituzioni nazionali, e, in senso ascendente, i rapporti tra autorità sovranazionali e consessi regolatori globali attivi nell'ambito della stabilità finanziaria. Come si noterà, tale struttura non è informata a un preciso ordine gerarchico, ma da vita a un'architettura di competenze condivise e mobili, in cui gangli e intersezioni confermano il carattere frammentario «*delle funzioni e dei poteri che compongono la vigilanza bancaria*» ⁽²⁸⁷⁾ e della regolazione finanziaria europea nel suo complesso.

⁽²⁸⁵⁾ E. CHITI, *Le trasformazioni*, cit., 57.

⁽²⁸⁶⁾ In ciò, sembra utile richiamare l'ammonimento di FRANCHINI, il quale ha notato come «*le scelte operate in materia dal legislatore comunitario vanno inquadrare nella prospettiva della integrazione tra ordinamenti: anche quando [...] sono stati costituiti direttamente uffici di livello comune dotati del carattere della autonomia o dell'indipendenza, infatti, si è sempre verificato un forte coinvolgimento sia delle autorità nazionali che di quelle soprannazionali*»; cfr. C. FRANCHINI, *Autonomia e indipendenza*, cit., 88.

⁽²⁸⁷⁾ M. MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking union*, in Banca d'Italia - Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale, 2013, 44.

4.1 L'integrazione organizzativa

L'integrazione organizzativa costituisce la prima modalità attraverso la quale il diritto amministrativo europeo assicura un preliminare coordinamento tra le diverse unità coinvolte nell'esercizio di una funzione delineata in via primaria dalla legislazione europea. La *membership* a geometria variabile dell'ESRB è un esempio paradigmatico del modo in cui il modello generale dell'amministrazione europea è venuto trasformandosi negli anni. Da essa, in particolare, si trae l'idea di un'organizzazione funzionalizzata a rafforzare le prerogative di indipendenza e autonomia necessarie al corretto adempimento di un mandato connotato da particolare pregnanza tecnica, e, per tale ragione, da isolare da ingerenze degli Stati, delle autorità politiche dell'Unione e dai soggetti regolati, mediante aggregazione entro una figura di composizione e di coordinamento unitaria.

All'interno dell'ESRB sono rappresentati tutti e quattro i poli della rete ricordati in precedenza. La componente nazionale risulta chiaramente maggioritaria, in considerazione del coinvolgimento, numericamente preponderante, delle autorità che partecipano al SEVIF e delle banche centrali degli Stati membri, queste ultime dotate di diritto di voto; per contro, la componente sovranazionale è limitata alla BCE, alle tre ESAs, alla Commissione e al CEF, e solo alle prime cinque viene riconosciuto un diritto di voto. Se tuttavia si volge l'attenzione al profilo *qualitativo* di tale assetto, si nota che la configurazione del centro organizzativo della rete stabilisce un'aggregazione di interessi che ruota non già attorno alla dialettica tra dimensione nazionale e dimensione sovranazionale, ma alle funzioni specifiche di cui gruppi omogeni di amministrazioni sono esponenti.

Accogliendo tale criterio discretivo, emerge come il centro della rete regolatoria macroprudenziale presenta due importanti caratteristiche. In primo luogo, esso funge da raccordo tra le diverse dimensioni della stabilità finanziaria nel contesto dell'UEM, inglobando strutturalmente, ovvero all'interno di un unico consesso decisionale dotato di un ampio mandato, amministrazioni portatrici di interessi che attengono alla stabilità della moneta, alla stabilità del sistema finanziario nelle sue componenti settoriali e "micro", e al coordinamento e alla convergenza delle politiche economiche e di bilancio degli Stati membri. In secondo luogo, esso è nettamente dominato dalle banche centrali e, più in particolare, dagli istituti di Stati aderenti alla terza fase dell'UEM, costituenti un blocco omogeneo insieme ai due rappresentanti della BCE.

La preminenza delle banche centrali nel disegno istituzionale, sottolineata ⁽²⁸⁸⁾ e talvolta criticata dalla scienza giuridica e politologica in uno alla numerosità del *board* ⁽²⁸⁹⁾, sembra la naturale conseguenza di elementi afferenti al processo che ha condotto all'istituzione dell'ESRB e alla specifica posizione assunta dagli istituti centrali nelle dinamiche storiche dell'integrazione economica e finanziaria europea.

Sotto il primo versante, la scienza politologica ha evidenziato come la BCE e le maggiori banche centrali europee, agendo come una compatta «*epistemic community*», hanno svolto un ruolo chiave nella definizione della struttura istituzionale e del mandato dell'ESRB, incidendo notevolmente sul processo legislativo di approvazione del Regolamento 1092/2010 ⁽²⁹⁰⁾. Tale aspetto, confermando gli sviluppi generali analizzati all'interno del Capitolo Primo in merito alle origini e all'emersione dell'approccio macroprudenziale a livello globale, sembra replicare considerazioni risalenti all'analisi delle

⁽²⁸⁸⁾ E. FERRAN, K. ALEXANDER, *Can soft law*, cit., 22, i quali citano anche il documento dell'European Financial Services Roundtable, *Response to the European Commission's Communication on European Financial Supervision*, 2009.

⁽²⁸⁹⁾ FERRAN e ALEXANDER (*op. ult. cit.*) hanno notato che «(t)he size of the General Board is a potential impediment to its efficiency and effectiveness [...] A potentially more troubling issue than mere size is that the membership structure arguably creates too strong a bias in favour of central banks and gives insufficient weight to the fiscal element of financial stability»; S. MCPHILEMY, *Integrating macro-prudential policy*, 527, ha osservato che «(t)he dominance of central banks in the new macro-prudential framework is surprising because central banks failed to identify, still less mitigate, growing financial imbalances in the 2000s and were thus deeply implicated in the regulatory failures that contributed to the financial crisis». Si veda per tali critiche anche UK HOUSE OF COMMONS TREASURY COMMITTEE, *The Committee's Opinion on proposals for European financial supervision*, 16 novembre 2009, spec. 37: «(t)here are a number of further questions about the membership and size of the ESRB and its committees, ranging from whether the dominance of central banks is appropriate, to whether the interests of non-eurozone countries should be explicitly safeguarded. We do not come to a firm opinion on the substance of these matters, but we are convinced they need a longer consideration [...]». Nello stesso report sono richiamate le dure critiche espresso da BUTIER, «describing the institution as being “ludicrously lopsided in favour of central banks in general and of the ECB in particular”. He argued that it was difficult to see why central banks should be given such a prominent role given that “the ECB, the Eurosystem NCBs and the rest of the EU NCBs have not exactly covered themselves with glory in the area of macro-prudential supervision and regulation during the past decade”. Professor Butier also brought home some of the tensions that could emerge, for example, from whether central banks in control of the ESRB would be “conflicted” in the use of policy instruments by the “potentially clashing demands of price stability and financial stability”». Di simile avviso, A. SIBERT, *A Systemic Risk Warning System*, London: Birkbeck ePrints, in <http://eprints.bbk.ac.uk/1248>, 2010, notando che l'autorità macroprudenziale «is far from ideal. [...] This lumbering army of [...] central bankers and related bureaucrats is a body clearly designed for maximum inefficiency; it is too big, it is too homogeneous, it lacks independence, and its members are already sufficiently employed».

⁽²⁹⁰⁾ S. MCPHILEMY, *Integrating macro-prudential policy*, cit., 528 e 533, ove si osserva che «(w)ithin the EU, many central bankers gave speeches at the time of the High Level Group's deliberations in which they criticised the pre-crisis trend of separating supervisory and central bank functions and stressed the unique suitability of central banks for the task of implementing macro-prudential policy [...]. Central bankers also made representations to the High-Level Group behind the scenes, where they stressed their informational advantages and their concerns that central bank independence would be compromised, were supervisors or other authorities to be included in the formal decision-making procedures. Claims regarding the informational advantages of central banks in macro-prudential policy were also apparent in NCBs' submissions to the European Commission's public consultation, although there was less enthusiasm for the recommendation to give a leading role to the ECB».

radici epistemiche dell'UEM⁽²⁹¹⁾, delineando gli istituti centrali come «*distinct 'third force' in the reform of European financial governance*»⁽²⁹²⁾.

Quanto al secondo versante, la descritta preminenza altro non fa che rafforzare il ruolo delle banche centrali, già accresciuto durante la crisi⁽²⁹³⁾, di garanti della stabilità finanziaria e guardiane della costituzione economica e monetaria europea tanto nei singoli Stati membri quanto nella dimensione sovranazionale dell'UEM⁽²⁹⁴⁾. Anche in quest'ultima, esse godono di una posizione privilegiata per lo svolgimento di quelle attività che costituiscono il *proprium* della vigilanza macroprudenziale, consistenti nell'analisi e individuazione di rischi interrelati a fenomeni normalmente oggetto di vaglio nella definizione della *stance* di politica monetaria. Inoltre, a differenza delle autorità nazionali di vigilanza, le stesse presentano un più saldo e duraturo grado di integrazione istituzionale a livello sovranazionale, derivante dalla comune partecipazione al SEBC e dalla condivisione di un mandato, definito nella disciplina sovranazionale, che pure include, ancorché in posizione subordinata, proprio la stabilità finanziaria⁽²⁹⁵⁾. Peraltro, la loro forte presenza ha consentito alla nuova autorità di trarre beneficio «*dalla visibilità, dall'indipendenza e dalla solida reputazione della BCE*»⁽²⁹⁶⁾ e del SEBC, così da rafforzarne più rapidamente la credibilità per un esercizio efficace ed effettivo dei poteri non vincolanti conferiti a vantaggio del buon funzionamento della rete intera⁽²⁹⁷⁾.

D'altro canto, il peso delle banche centrali nell'assetto di governo del regolatore macroprudenziale compensa e allo stesso tempo evidenzia il vuoto dato dall'assenza di una figura istituzionale che rappresenti in forma unitaria la dimensione fiscale e di

⁽²⁹¹⁾ A. VERDUN, *The Role of the Delors Committee in the Creation of the EMU: An Epistemic Community?*, in *Journal of European Public Policy*, 1999, 308.

⁽²⁹²⁾ S. MCPHILEMY, *Integrating macro-prudential policy*, cit., 527.

⁽²⁹³⁾ Come si è notato, invero, sulle banche centrali «*si è scaricata una forte richiesta politica per interventi di politica monetaria che consentissero di allentare la presa della speculazione finanziaria sui titoli pubblici. In cambio, tuttavia, le banche centrali hanno accresciuto la loro sfera di influenza*». In questi termini, G. NAPOLITANO, *Conclusioni*, in ID. (a cura di), *Uscire dalla crisi*, cit., 480.

⁽²⁹⁴⁾ Si veda anche D. SCHOENMAKER, *Central Banks Role in Financial Stability*, in G. CAPRIO (a cura di), *Safeguarding Global Financial Stability: Political, Social, Cultural and Economic Theories and Models*, Elsevier, 2013, 271, 280. Tale aspetto appare esplicitamente ribadito dal Considerando (24) del Regolamento 1092/2010, laddove si afferma che «(a) *motivo della loro competenza e delle loro attuali responsabilità nel settore della stabilità finanziaria, la BCE e le banche centrali nazionali dovrebbero svolgere un ruolo guida nella vigilanza macroprudenziale*».

⁽²⁹⁵⁾ Rileva invero la circostanza che l'articolo 127(5) del TFUE e l'articolo 3.3 dello Statuto del SEBC includono tra i c.d. *non-basic tasks* del SEBC il compito di contribuire alla buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto attiene alla stabilità del sistema finanziario.

⁽²⁹⁶⁾ Si veda, COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione*, cit., 6.

⁽²⁹⁷⁾ Sviluppa argomenti di tenore simile, M. GRANDE, *Le Comité européen du risque systémique*, 177-178; si vedano anche H. WILKE, E. BECKER, C. ROSTÁSY, *Systemic Risk*, cit., 203.

coordinamento economico del mercato unico e dell'UEM⁽²⁹⁸⁾, il cui rilievo è pure cruciale nella composizione e individuazione di rischi sistemici. La configurazione istituzionale prescelta determina, in effetti, un coinvolgimento particolarmente pregnante del SEBC nelle dinamiche della *governance* economica europea attraverso le lenti della regolazione e delle *policy* macroprudenziali, corroborato dalla contestuale presenza della Commissione e del CEF. La delicatezza e ambiguità di tale profilo, che inevitabilmente rischia di determinare problematiche intersezioni biunivoche tra sistema delle banche centrali e scelte di politica economica e fiscale degli Stati membri, emerge da alcuni passaggi dei lavori preparatori, dal testo del Regolamento 1092/2010, e da alcune recenti osservazioni della Commissione.

In effetti, il Regolamento 1092/2010 serba un silenzio significativo in merito all'interazione con la dimensione di politica economica e fiscale nonostante le esplicite indicazioni formulate nel rapporto de Larosière⁽²⁹⁹⁾, di fatto lasciando una certa ambiguità costruttiva nel mandato dell'autorità macroprudenziale europea. Correlativamente, nell'*iter* della proposta legislativa originaria si nota il mancato accoglimento di un emendamento parlamentare al settimo considerando (oggi il quindicesimo), che invece proponeva di limitare esplicitamente il mandato dell'ESRB al settore finanziario, evitando cioè che quest'ultimo si occupasse di «*questioni di politica retributiva o fiscale*»⁽³⁰⁰⁾. Al contrario, anzi, il considerando (25) del Regolamento ha ribadito che la partecipazione della Commissione intende contribuire «*a creare un legame con la sorveglianza macroeconomica e finanziaria dell'Unione*», mentre la presenza del presidente del CEF riflette, ancorché in una posizione subalterna vista la qualifica di membro non votante, «*il ruolo svolto dai ministri responsabili delle finanze e dal Consiglio nella salvaguardia della stabilità finanziaria e nell'esercizio della sorveglianza economica e finanziaria*». In prospettiva, si è proprio suggerito di rafforzare il

⁽²⁹⁸⁾ Per una riflessione di senso convergente si veda R. IBRIDO, *L'Unione bancaria europea*, cit., 82, il quale nota come «*la BCE ha dovuto fare i conti con la mancanza di una sede europea di governo dell'economia caratterizzata da un grado di compattezza analogo a quello conosciuto nelle esperienze degli stati nazionali. Da qui, la tendenza della BCE a operare, soprattutto nei maggiori contesti di crisi economico-finanziaria, al limite delle proprie competenze [...]*».

⁽²⁹⁹⁾ Si veda il punto 181) del citato *report*, dove, in relazione alle attività di contenimento del rischio sistemico da affidare al nuovo comitato macroprudenziale, si legge: «*Depending on the nature of the risks detected, a proper action has to be taken by the relevant EU authorities. Different types of actions could be required. For example: [...] If the concerns were related to fiscal matters (e.g. excessive deficits or the accumulation of debt), the ESRC would immediately relate to the EFC*».

⁽³⁰⁰⁾ Cfr. *Parere della Commissione Giuridica del Parlamento europeo sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nella Comunità e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico*, punto 2: «*La relatrice per parere propone alcuni emendamenti allo scopo di chiarire e migliorare la struttura di vigilanza prevista. Il mandato dell'ESRB dovrebbe fondamentalmente limitarsi al settore finanziario e non occuparsi di questioni di politica retributiva e fiscale*».

meccanismo di *act or explain* cui sono soggetti gli atti dell'ESRB mediante una migliore interazione con il CEF, dando così luogo a un processo di *hardening* delle raccomandazioni volto a «sensibilizzare gli Stati membri sulle ripercussioni delle loro decisioni politiche in termini di stabilità finanziaria»⁽³⁰¹⁾.

La prevalenza delle banche centrali, spesso autorità di vigilanza bancaria all'interno degli Stati membri, combinata con il maggior livello di armonizzazione della disciplina macroprudenziale per il settore dell'intermediazione creditizia, pone peraltro qualche rischio di focalizzazione dell'ESRB verso quest'ultimo, con minore risalto della dimensione *cross-sectoral* della stabilità e degli sviluppi relativi ai mercati assicurativi e mobiliari. Lo stesso Comitato ha palesato una certa sensibilità verso tale problematica, pubblicando nel corso del 2016 uno *Strategy Paper* teso a definire, anche sulla scorta del rinnovato intento della Commissione verso la creazione di una Capital Markets Union⁽³⁰²⁾, «*a policy strategy to address risks to financial stability wherever they arise in the financial system*», nella consapevolezza che «*(w)hile macroprudential policy for the banking sector is already operational, the policy strategy, data and instruments to address risks beyond the banking sector are underdeveloped*»⁽³⁰³⁾.

⁽³⁰¹⁾ COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione della Commissione*, cit., 10.

⁽³⁰²⁾ Su cui si veda, D. SICLARI, *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, in Banca borsa tit. cred., 2016, 481.

⁽³⁰³⁾ ESRB, *Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper*, luglio 2016, 3. Nel lavoro sono quindi individuate una serie di obiettivi di breve e medio-lungo termine, che evidenziano la centralità dell'ESRB nei processi di trasformazione *tuttora in corso* nella regolazione finanziaria europea. In particolare, tra i *key tasks* per l'ESRB e le autorità in esso rappresentate sono indicati i seguenti:

«In the medium to long term: To develop a strategy for macroprudential policy beyond banking that targets risks across the whole financial system with a consistent, albeit not necessarily uniform, set of instruments. To develop a framework that links the required level of resilience of specific parts of the financial system, such as market-based finance, to their contribution to the systemic risk facing the financial system as a whole. To regulate financial entities and activities in line with the intensity of systemic risk arising from externalities and market failures. As a rule of thumb, macroprudential policy should be more intensive in those areas where systemic risk is higher. To address risks of excessive credit growth at the level of end-borrowers, independently of the type of credit (i.e. bank loans, non-bank loans or marketable debt securities; domestic or cross-border). In the short to medium term: To use new data that will become available under existing legislation beyond banking, such as those for alternative investment funds (from the Alternative Investment Fund Managers Directive or AIFMD), insurers (from Solvency II), derivatives markets (from the European Market Infrastructure Regulation or EMIR) and for securities financing (from the Securities Financing Transactions Regulation, or SFT, in the course of 2018), to monitor market trends and risks to financial stability. To operationalise macroprudential instruments for which a legal basis has already been created, in particular by providing advice to the European Securities and Markets Authority (ESMA) on the AIFMD framework for leverage requirements. To contribute to the development of new macroprudential instruments, such as instruments that address liquidity mismatches at investment funds and the procyclicality of initial margins or haircuts, especially in securities financing transactions and derivatives. To contribute to the development of the wider financial stability toolkit, such as top-down stress tests for asset managers and funds, financial market infrastructures including central counterparties (CCPs), insurers and pension funds, and recovery and resolution frameworks for CCPs and insurers. To investigate the potential for increasing the consistency of available macroprudential instruments across sectors, e.g. definitions of leverage, taking into account differences and interdependencies between sectors. To monitor the impact of ongoing legislative reforms, e.g. new regulations and directives on markets for financial instruments, on the financial system. To provide ESRB input to ongoing legislative reviews so as to ensure the macroprudential perspective is included in all relevant regulation in the EU».

Un secondo interessante aspetto dell'integrazione organizzativa è dato dall'intreccio di partecipazioni che si realizzano tra le diverse autorità all'interno della rete. Proprio in virtù della struttura e dell'articolazione del sistema comune di vigilanza finanziaria di cui si è dato conto, è agevole notare come alcune delle amministrazioni sovranazionali rappresentate all'interno dell'ESRB non si configurano come "monadi" autonome, ma, a loro volta, come figure di composizione di amministrazioni nazionali settoriali deputate all'esercizio di funzioni specificate dalla legislazione europea. È questo il caso, in particolare, delle tre ESAs, la cui struttura prevede "costitutivamente" la presenza dominante delle autorità nazionali dei rispettivi settori di afferenza: per tale via, si nota, il raccordo orizzontale tra l'ESRB e le autorità microprudenziali altro non è che, in parte, una riformulazione di un raccordo verticale tra il Comitato e le stesse autorità nazionali settoriali: all'interno del primo queste possono quindi in qualche modo "tornare" a far sentire, ancorché in via mediata, la propria voce.

Un cenno a parte merita, sotto questo profilo, la (già complicata) posizione della BCE. Per un verso, questa partecipa al Comitato quale istituzione monetaria dell'UE, e, quindi, quale centro di impulso della politica valutaria e organo di garanzia della stabilità finanziaria nell'UEM connotato da elevate prerogative di indipendenza. Per altro verso, e in esito all'avvio dell'unione bancaria, essa rappresenta il centro di un sistema amministrativo interconnesso ma autonomo di vigilanza e regolazione *microprudenziale*, in cui pur gode di poteri esecutivi di natura macroprudenziale suppletivi rispetto a quelli delle autorità nazionali e di importanti prerogative in ordine al risanamento e alla risoluzione degli enti creditizi - ambito in cui la stabilità finanziaria viene declinandosi in termini di prevenzione di casi disordinati di dissesto.

Tale assetto complessivo pone, allora, due importanti interrogativi rispetto alla posizione istituzionale della banca centrale e agli equilibri interni della rete. In primo luogo, occorre domandarsi se la problematica del conflitto tra politica monetaria e vigilanza microprudenziale determinante la separazione organizzativa delle due funzioni nell'assetto di vertice dell'unione bancaria ⁽³⁰⁴⁾, non rischi (pericolosamente) di ricomparire nell'esercizio delle attribuzioni annesse alla partecipazione della BCE al Comitato macroprudenziale. In secondo luogo, nella consapevolezza di rischi di ingerenze nella sfera di prerogative della BCE, e dell'ampiezza del perimetro del MVU negli equilibri

⁽³⁰⁴⁾ Su cui v. *supra*, § 2.2.3, nonché, nella letteratura in tema, M. MACCHIA, *Modelli di coordinamento*, cit., spec. 378.

della rete regolatoria generale europea, ci si può interrogare sul se, in che misura, e con quali maggioranze, il consesso di regolatori con mandato macroprudenziale potrà davvero spingersi a rivolgere all'istituto di Francoforte raccomandazioni afferenti all'ambito proprio di esercizio delle competenze di vigilanza nell'EBU.

4.2 L'integrazione procedurale

Il secondo modulo organizzativo di integrazione della rete regolatoria macroprudenziale è costituito dall'eterogeneo complesso di procedure che attengono alle fasi di regolazione e stretta esecuzione delle misure di mitigazione del rischio sistemico.

Al riguardo, il sistema macroprudenziale europeo sembra viaggiare tra due poli distanti, tra cui pur si collocano talune sfumature intermedie: a un primo estremo si individuano attività esecutive che, nel sostanziale dominio delle autorità nazionali, sono soggette a forme di coordinamento preventivo e successivo all'interno della rete, e a una predeterminazione frammentaria dei criteri discrezionali e applicativi da parte della regolazione comune; all'altro estremo vi sono invece attività esecutive nelle quali l'ingerenza reciproca tra i poli della rete introduce meccanismi di autorizzazione o veto all'adozione di determinate misure, con un'attrazione delle procedure al livello sovranazionale che origina una "(ri)appropriazione" delle competenze da parte delle istituzioni europee.

Alcuni esempi contribuiscono a mettere meglio a fuoco la geometria di tali assetti.

Un primo caso è costituito dalla già vista applicazione delle misure macroprudenziali nell'ambito del MVU. La "suddivisione del lavoro" basata su un criterio di competenze parallele comporta l'assoggettamento del potere esecutivo discrezionale dell'autorità che agisca in via primaria (sia essa la BCE o l'autorità nazionale) a forme obbligatorie di coordinamento, consistenti in un'informativa *ex ante* e in una possibile rivalutazione *ex post* del progetto di decisione a fronte di osservazioni formulate dall'autorità ricevente.

Il carattere parallelo delle competenze presenta, tuttavia, due limitazioni pratiche: per un verso, come si è già ricordato, nel perimetro geografico del MVU le autorità nazionali possono applicare misure di tipo macroprudenziale che, non armonizzate dal Single Rulebook e previste esclusivamente dal diritto nazionale eventualmente in coerenza con indirizzi dell'ESRB, esulano dall'ambito dei *tools* di cui la BCE possa legittimamente disporre e su cui, quindi, si ritiene possa legittimamente formulare osservazioni; per altro

verso, il concreto funzionamento dei meccanismi decisionali del MVU rende sostanzialmente ridondante il procedimento di notifica *ex ante* delle misure da parte della BCE nella fase “discendente” di applicazione delle misure macroprudenziali, posto che la pertinente decisione sarà assunta in seno al Supervisory Board ove tutte le autorità, compresa quella nel cui perimetro geografico troverà esecuzione la misura, sono rappresentate.

Tali due elementi denotano come, nel quadro della vigilanza unica, il momento esecutivo della funzione di regolazione macroprudenziale consta di una delicata combinazione di accentramento e decentramento, mentre gli schemi decisionali presentano carattere cruciale per la prevenzione di conflitti che inevitabilmente possono sorgere nell’esercizio di una funzione di cui le amministrazioni sono *contitolari* ⁽³⁰⁵⁾.

Al contempo, sul piano verticale, lo schema mette in luce il regime estremamente differenziato e frammentato cui soggiace la dimensione esecutiva delle misure macroprudenziali nell’ordinamento europeo, in cui la distribuzione di competenze è frutto della combinazione di elementi oggettivi e soggettivi che originano un regime misto di condivisione e suddivisione delle funzioni. Come detto, nell’ambito geografico del MVU, la BCE e le autorità nazionali competenti possono applicare le misure macroprudenziali previste dal Single Rulebook nei confronti di tutti gli intermediari bancari, mentre spetta esclusivamente alle seconde il potere di intervenire nei confronti di intermediari bancari utilizzando ulteriori misure eventualmente previste dal diritto interno e non armonizzate dal diritto UE; al di fuori dell’ambito geografico del MVU, invece, l’influenza sovranazionale si arresta alla definizione-base del regime regolatorio e al potere di indirizzo e raccomandazione dell’ESRB, essendo la competenza esecutiva interamente ritenuta, pur con le eccezioni che appresso si vedranno, strumentali alla protezione del mercato unico, a livello nazionale. Tale riparto generale, peraltro, rilevando appunto per la sola regolazione delle attività di intermediari bancari, comporta poi l’esistenza di un’ulteriore frammentazione settoriale, indicativa dei limiti dell’assetto di vigilanza sistemica dell’Unione rispetto a dimensioni e complessità del mercato unico.

Un esempio sostanziale di decentramento esecutivo, pur soggetto a taluni temperamenti, è invece rappresentato dal meccanismo che presiede alla designazione degli

⁽³⁰⁵⁾ All’inverso, peraltro, si noti che tale schema comporta la valutazione da parte di *tutte* le autorità rappresentate nel MVU dei progetti di applicazione di misure macroprudenziali da parte delle autorità nazionali.

intermediari *bancari* sistemici. Dal punto di vista decisionale, il procedimento di designazione è integralmente rimesso alle autorità nazionali, non essendo prevista una competenza, in tal senso, né del regolatore macroprudenziale né, per quanto concerne il MVU, della BCE ⁽³⁰⁶⁾. Tuttavia, tale assetto subisce alcuni temperamenti, che riducono in maniera drastica i margini di discrezionalità esecutiva delle autorità macroprudenziali nazionali e generano una significativa intersezione tra la rete regolatoria macroprudenziale europea e la dimensione globale di controllo del fenomeno del TBTF.

Sotto il profilo esecutivo, le decisioni di designazione delle banche sistemiche a livello nazionale sono vincolate da un Regolamento delegato della Commissione europea, che precisa in maniera particolarmente dettagliata la metodologia in base alla quale l'autorità nazionale individua gli intermediari G-SII e le rispettive sottocategorie, nonché le diverse scansioni procedurali dell'attività di individuazione ⁽³⁰⁷⁾. Tale Regolamento è integrato da *guidelines* e orientamenti pubblicati annualmente dall'EBA dopo una consultazione con l'ESRB, che, in linea con criteri stabiliti dal BCBS, specificano i parametri tecnici necessari all'identificazione di un campione-base di intermediari rilevanti ⁽³⁰⁸⁾. L'autorità nazionale procede quindi al calcolo dei punteggi per i singoli intermediari interessati inclusi nel campione individuato dall'EBA, e, completato il proprio processo interno, procede a trasmettere per iscritto alla stessa agenzia «una dichiarazione dettagliata sui motivi della sua valutazione entro il 15 dicembre di ogni anno», in seguito alla quale la designazione assume efficacia ⁽³⁰⁹⁾.

⁽³⁰⁶⁾ Peraltro, diversamente dal sistema statunitense, nel quale il procedimento di designazione federale delle *nonbank* sistemiche è soggetto a una serie di garanzie particolarmente stringenti, a livello nazionale il procedimento non risulta allo stato autonomamente formalizzato.

⁽³⁰⁷⁾ Regolamento delegato (UE) n. 1222/2014 della Commissione dell'8 ottobre 2014 che integra la direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione per precisare la metodologia per l'individuazione degli enti a rilevanza sistemica a livello globale e per la definizione delle sottocategorie di enti a rilevanza sistemica a livello globale. In particolare, secondo quanto previsto dall'art. 1 dello stesso, il Regolamento precisa la metodologia secondo la quale l'autorità di ciascuno Stato membro designata ai sensi dell'art. 131 della CRD IV individua, su base consolidata, un soggetto interessato in quanto ente a rilevanza sistemica a livello globale (G-SII) e precisa la metodologia per la definizione delle sottocategorie di G-SII e l'assegnazione dei G-SII alle sottocategorie sulla base della loro rilevanza sistemica e, nel quadro della metodologia, il calendario e i dati che devono essere utilizzati per l'individuazione.

⁽³⁰⁸⁾ EBA, *Orientamenti definitivi. Di orientamenti riveduti in materia di ulteriore precisazione degli indicatori a rilevanza sistemica a livello globale e relativa informativa*, 2016, in www.eba.europa.eu/documents/10180/1388596/EBA-GL-2016-01+Revised+GLs+for+the+identification+of+G-SIIs_IT.pdf/98bec735-de53-454d-a3b0-3b984d5c79a7.

⁽³⁰⁹⁾ Cfr. art. 4(1) del Regolamento delegato 1222/2014; il secondo paragrafo dell'articolo citato prevede che l'individuazione e la relativa assegnazione a una sottocategoria acquista efficacia il 1° gennaio del secondo anno successivo all'anno di calendario in cui sono stati determinati i parametri (c.d. *indicator*) dall'EBA.

Sotto il profilo regolatorio e di *policy-making*, e in coerenza con quanto appena osservato, l'assetto europeo è poi direttamente allineato al sistema di designazione globale governato dal FSB e dalla BCBS. Nel novembre di ogni anno, infatti, il FSB pubblica la lista delle *global systemically important banks* (G-SIBs) sulla base dei dati di fine anno del precedente esercizio e di una metodologia di valutazione elaborata dal Comitato di Basilea⁽³¹⁰⁾. Nell'ordinamento europeo, quindi, le informazioni impiegate dai regolatori globali e fornite dai singoli intermediari per il tramite dell'autorità competente sono conformate al regime globale da un ulteriore Regolamento di esecuzione della Commissione, che stabilisce i modelli uniformi e i valori da utilizzare per l'individuazione degli enti a rilevanza sistemica a livello globale in attuazione dell'art. 441(2) del CRR⁽³¹¹⁾.

In sostanza, e in maniera divergente da quanto visto nel sistema statunitense per le *non-banks* di caratura sistemica, il procedimento di designazione costituisce un esempio peculiare di interazione e integrazione procedurale tra tre regimi regolatori. Nella rete macroprudenziale europea, la designazione si configura come un processo a cascata che, partendo dall'elaborazione di indirizzi metodologici dettagliati da parte dei consessi regolatori globali e da un'attività di elencazione autonoma da questi compiuta su base annuale, trascende nell'applicazione di regole europee che, attraverso un processo di *hardening* sovranazionale, si riverberano direttamente nell'ordinamento nazionale e, tramite esso, sulla posizione giuridica soggettiva degli intermediari interessati⁽³¹²⁾.

Un ulteriore importante esempio di integrazione procedurale è dato dai complessi meccanismi di notifica di cui all'art. 133 della CRD IV, che originano un processo di interazione bifasico tra le autorità della rete. La norma, disciplinando il sistema di determinazione dei coefficienti di riserva di capitale a tutela del rischio sistemico c.d. "non

⁽³¹⁰⁾ BCBS, *Global systemically important banks: updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirement*, in www.bis.org/publ/bcbs255.pdf.

⁽³¹¹⁾ Regolamento di esecuzione (UE) n. 1030/2014 della Commissione del 29 settembre 2014 che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda i modelli uniformi e la data per l'informativa sui valori utilizzati per individuare gli enti a rilevanza sistemica a livello globale conformemente al regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio. L'art. 1 di tale Regolamento stabilisce infatti che i G-SII segnalano in formato elettronico all'autorità competente le informazioni utilizzate per individuarli come G-SII (indicatori, dati accessori e voci per memoria) usando il modello riportato nell'allegato al Regolamento di esecuzione, tenuto conto delle precisazioni dei dati sottostanti e delle istruzioni impartite ogni anno dall'autorità competente. I G-SII rendono quindi pubblici i valori degli indicatori utilizzati per la determinazione del punteggio degli enti conformemente al metodo di individuazione previsto dal regolamento (UE) n. 1222/2014.

⁽³¹²⁾ Tale ordine sembra avvalorare l'osservazione per cui uno dei tratti distintivi dell'architettura finanziaria globale è dato, dal punto di vista funzionale, dal fatto che «*l'attività svolta dalla componente ultrastatale dell'organizzazione globale settoriale è orientata, in sostanza, al coordinamento delle politiche nazionali di regolazione e vigilanza*». In questi termini, E. CHITI, *Le architetture*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi*, cit., 169.

ciclico” (v. *supra*, § 3) ⁽³¹³⁾, prevede infatti un’articolata procedura di informativa nel caso in cui lo stesso sia fissato in misura pari o superiore a determinate soglie da parte dell’autorità nazionale, che si complica in maniera ulteriore, sino a prevedere un potere di veto della Commissione e dell’ESRB, nel caso in cui siano implicati intermediari particolarmente attivi *cross-border*.

In linea generale, l’autorità nazionale che stabilisca di imporre tale requisito aggiuntivo deve agire in modo da far sì che lo stesso non comporti «*effetti negativi sproporzionati sull’intero sistema finanziario di altri Stati membri o su parti di esso o dell’Unione nel suo complesso, formando o creando un ostacolo al funzionamento del mercato interno*»; la misura deve inoltre essere riesaminata almeno ogni due anni dall’autorità interessata. Il meccanismo prevede, quindi, tre diversi percorsi procedurali, che mirano ad assicurare una diffusa pubblicità delle misure macroprudenziali in essere e a prevenire effetti distorsivi per il mercato unico derivanti dalla loro applicazione.

In una prima ipotesi, relativa alla fissazione di coefficienti di riserva *pari o inferiori* al 3% ⁽³¹⁴⁾, l’autorità comunica il progetto di decisione, entro un mese dalla pubblicazione della stessa ⁽³¹⁵⁾, alla Commissione, all’ESRB, all’EBA e, ove del caso, alle autorità degli Stati membri interessati, provvedendo a fornire una serie di indicazioni dettagliate sulle motivazioni e la portata della misura ⁽³¹⁶⁾. In una seconda ipotesi, ovvero qualora il

⁽³¹³⁾ L’articolo 133(1) prevede che le autorità nazionali designate possono fissare una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico costituita da capitale primario di classe 1 al fine di prevenire e attenuare il rischio sistemico o macroprudenziale non ciclico *di lungo periodo* non previsto dal regolamento CRR. A tal fine (art. 133(3) e (8)), gli intermediari possono essere obbligati a detenere una riserva pari almeno all’1% delle esposizioni verso soggetti situati nello stesso Stato membro, in paesi terzi o in altri Stati membri; gli intervalli di adeguamento della riserva sono fissati in multipli di 0,5 punti percentuali, e possono essere differenziati per sottoinsiemi di enti, in base ai vari rischi specifici.

⁽³¹⁴⁾ Dal 1° gennaio 2015, la medesima procedura è applicabile anche per la fissazione di coefficienti fino al 5% che riguardano esposizioni situate nello stesso Stato membro e verso paesi terzi. Per coefficienti più elevati si applica la procedura di cui al secondo punto nel testo.

⁽³¹⁵⁾ L’art. 133(16) disciplina la pubblicazione delle comunicazioni relative a tali riserve. L’autorità nazionale interessata deve provvedervi tramite sito *web*, includendo almeno le seguenti informazioni: «*a) il coefficiente della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico; b) gli enti ai quali si applica la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico; c) le ragioni della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico; d) la data a decorrere dalla quale gli enti devono applicare la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico fissata o modificata; e e) i nomi dei paesi nei casi in cui le esposizioni situate in tali paesi sono riconosciute nella riserva di capitale a fronte del rischio sistemico*». La direttiva prevede inoltre che ove la pubblicazione delle ragioni di cui alla lett. c) possa pregiudicare la stabilità del sistema finanziario, è possibile procedere alla loro omissione nella comunicazione.

⁽³¹⁶⁾ Cfr. art. 133(11); in base a quanto previsto dalla direttiva, la notifica «*precisa in modo dettagliato a) il rischio sistemico o macroprudenziale nello Stato membro; b) le ragioni per cui l’entità dei rischi sistemici o macroprudenziali costituisce una minaccia per la stabilità del sistema finanziario a livello nazionale tale da giustificare il coefficiente della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico; c) i motivi per cui si ritiene probabile che la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico sia efficace e proporzionata ai fini dell’attenuazione del rischio; d) una valutazione del probabile impatto positivo o negativo della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico sul mercato interno basata sulle informazioni a disposizione dello Stato membro; e) le ragioni per cui nessuna delle misure presenti nella presente direttiva o nel regolamento (UE) n. 575/2013, ad esclusione degli articoli 458 e 459 di tale regolamento, singolarmente o in combinazione con le altre, risulta sufficiente a fronteggiare il*

coefficiente sia *superiore* al 3%, l'autorità interessata informa la Commissione, l'ESRB, l'EBA e le autorità degli Stati membri e dei paesi terzi interessati, rendendo le medesime motivazioni e indicazioni sulla misura di cui al punto precedente ⁽³¹⁷⁾; in questo caso, entro un mese dalla notifica, l'ESRB fornisce un parere alla Commissione in merito all'adeguatezza della riserva proposta ⁽³¹⁸⁾, tenendo conto del quale, entro due mesi dalla notifica, la Commissione adotta un atto di esecuzione che autorizza l'autorità interessata ad adottare la misura in questione ⁽³¹⁹⁾. Per coefficienti imposti dal 1° gennaio 2015 compresi tra il 3 e il 5%, infine, l'autorità nazionale notifica il progetto di decisione alla Commissione, attende il parere della stessa prima di procedere all'adozione di tale misura e, ove tale parere sia negativo, vi si conforma o fornisce le ragioni per le quali non lo fa ⁽³²⁰⁾; in tali ipotesi, inoltre, ove la misura si applichi a un sottoinsieme di intermediari e sia ricompresa, tra questi, una filiazione di una *holding company* stabilita in un altro Stato membro, l'autorità nazionale deve notificare il progetto di decisione allo Stato membro interessato, alla Commissione e all'ESRB: entro un mese, la Commissione e l'ESRB emettono una raccomandazione e, ove le autorità degli Stati interessati siano in disaccordo e vi sia una raccomandazione negativa della Commissione e dell'ESRB, la questione è deferita all'EBA, sino alla cui decisione l'applicazione della misura risulta preclusa ⁽³²¹⁾.

Un ultimo esempio di estremo interesse è costituito da un ulteriore oneroso meccanismo procedurale individuato dall'articolo 458 del CRR per l'applicazione di misure macroprudenziali da parte della autorità nazionali nei confronti di intermediari bancari domestici o gruppi più circoscritti di questi. Tale norma prevede che laddove l'autorità macroprudenziale nazionale riscontri «*variazioni di intensità del rischio macroprudenziale o sistemico nel sistema finanziario che possono avere gravi conseguenze negative per il sistema finanziario e l'economia reale*» del proprio Stato, e che sarebbe opportuno affrontare, a proprio giudizio, tramite «*misure nazionali più rigorose*» incidenti su vari requisiti prudenziali ⁽³²²⁾, deve

rischio macroprudenziale o il rischio sistemico individuati considerando la relativa efficacia di tali misure; f) il coefficiente della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico che lo Stato membro desidera imporre».

⁽³¹⁷⁾ Cfr. art. 133(12).

⁽³¹⁸⁾ Anche l'EBA può indirizzare un parere alla Commissione ai sensi dell'art. 34(1) del rispettivo regolamento istitutivo, norma generale che consente all'autorità bancaria di rivolgere, di propria iniziativa o su richiesta, pareri al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione su tutte le questioni connesse con la sua area di competenza.

⁽³¹⁹⁾ Cfr. art. 133(15), secondo alinea.

⁽³²⁰⁾ Cfr. art. 133(14).

⁽³²¹⁾ Cfr. art. 133(14), ultimo alinea, che rimanda all'art. 19 del regolamento istitutivo dell'EBA.

⁽³²²⁾ Cfr. art. 458(2)(d) i - vii) del Regolamento CRR. Tali misure possono essere applicate, comunque, per un periodo di non oltre due anni o fino alla cessazione del rischio macroprudenziale o sistemico (se precedente). In argomento, G. NAPOLETANO, *Legal aspects*, cit., 180.

notificare tale circostanza al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Commissione, all'ESRB e all'EBA. Nel fare ciò, l'autorità deve fornire *«prove quantitative o qualitative»* in relazione a specifici elementi elencati dallo stesso Regolamento CRR, quali, tra gli altri, le variazioni considerate e i motivi per cui queste potrebbero rappresentare una minaccia per la stabilità finanziaria a livello nazionale, le ragioni per cui il rischio paventato non possa essere adeguatamente affrontato mediante ricorso agli strumenti (e limiti) previsti dal diritto dell'Unione, e una valutazione *«del probabile impatto positivo o negativo dei progetti di misure sul mercato interno basata sulle informazioni a disposizione dello Stato membro interessato»*.

Entro un mese da tale notifica, l'ESRB e l'EBA trasmettono il proprio parere sul progetto di misura nazionale al Consiglio, alla Commissione e allo Stato membro interessato. Sulla base di tali pareri, *«e qualora vi siano motivi validi, solidi e circostanziati per ritenere che la misura avrà sul mercato interno conseguenze negative maggiori dei benefici in termini di stabilità finanziaria derivanti da una riduzione del rischio macroprudenziale o sistemico individuato»*, la Commissione può proporre al Consiglio, entro un mese, un atto di esecuzione volto a respingere le misure nazionali. Il Consiglio, entro un ulteriore mese, si pronuncia sulla proposta formulata dalla Commissione, potendo rigettare le misure nazionali proposte solo ove ritenga *non* soddisfatta una o più tra le condizioni indicate dall'articolo 458(4) del CRR, tra cui il fatto che il rischio riguardi un solo Stato membro ⁽³²³⁾.

L'effettiva esecuzione di tali misure da parte di uno Stato membro può quindi condurre gli altri Stati a riconoscere le medesime (c.d. *reciprocation*); in tal caso, è prevista una notifica al Consiglio, alla Commissione, all'EBA, all'ESRB e allo Stato membro che ha dato origine alla procedura. Quest'ultimo può a sua volta richiedere all'ESRB di emanare una raccomandazione nei confronti di quegli Stati membri che non riconoscano le misure autorizzate. La proroga delle misure da parte dello Stato membro interessato deve inoltre essere oggetto di un'apposita consultazione con l'ESRB e l'EBA, mentre proroghe

⁽³²³⁾ In dettaglio, la norma prevede che il Consiglio può respingere i progetti di misure nazionali solo se ritiene che *«non siano rispettate una o più delle seguenti condizioni: a) le variazioni d'intensità del rischio macroprudenziale o sistemico sono tali da rappresentare una minaccia per la stabilità finanziaria a livello nazionale; b) il rischio macroprudenziale o sistemico individuato non può essere affrontato in maniera adeguata conformemente agli articoli 124 e 164 del [Regolamento CRR] e agli articoli 101, 103, 104, 105, 133 e 136 della direttiva 2013/36/UE tenuto conto della relativa efficacia di tali misure; c) i progetti di misure nazionali sono più adeguati per affrontare il rischio macroprudenziale o sistemico individuato e non comportano effetti negativi sproporzionati sull'intero sistema finanziario o su parti dello stesso in altri Stati membri o nell'Unione nel suo insieme, costituendo o creando un ostacolo al funzionamento del mercato interno; d) la questione riguarda un solo Stato membro; e e) i rischi non sono già stati affrontati tramite altre misure contenute nel [Regolamento CRR] o nella direttiva 2013/36/UE»*.

successive sono soggette al riesame della Commissione, sempre in consultazione con l'ESRB e l'EBA ⁽³²⁴⁾.

D'altro canto, in parallelo alle attribuzioni delle autorità nazionali soggette ai descritti limiti di cui all'articolo 458, il CRR conferisce alla Commissione il potere di adottare atti delegati per imporre, per un periodo di un anno, requisiti prudenziali più rigorosi per il trattamento delle esposizioni degli intermediari bancari in chiave macroprudenziale. Tale potere può essere esercitato, previa raccomandazione o parere dell'ESRB o dell'EBA ⁽³²⁵⁾, «*nei casi in cui ciò sia necessario per affrontare variazioni dell'intensità dei rischi micro e macroprudenziali risultanti da sviluppi del mercato nell'Unione o al di fuori di essa che incidono su tutti gli Stati membri, e nei casi in cui gli strumenti del [CRR] e della direttiva 2013/36/UE non siano sufficienti ad affrontare tali rischi*» ⁽³²⁶⁾. Esso è quindi strumentale al buon funzionamento del mercato unico e suppletivo rispetto a quello dapprima ricordato delle singole autorità nazionali; la sua configurazione sembra confermare come l'effetto "distorsivo" per il mercato unico che può discendere dall'applicazione di misure macroprudenziali debba essere ponderato e vagliato, in ultima analisi, dalla Commissione, alla luce delle specifiche attribuzioni istituzionali della stessa, e pur ferma la necessità di una stretta collaborazione con l'autorità macroprudenziale e l'EBA.

4.3 L'integrazione normativa tra *hard* e *soft law*

Il terzo tratto caratterizzante della rete regolatoria in esame è dato dalla complessa combinazione di *hard* e *soft law* e dall'incerto grado di trasparenza che ne connota processi di adozione e regole di funzionamento, parzialmente già esaminati nel sotto-paragrafo precedente.

L'apparato amministrativo in esame si connota per la giustapposizione di una pluralità di atti normativi ed esecutivi risultanti da attività di *rulemaking* e *adjudication* che, in una scala graduata di vincolatività, definiscono i reciproci rapporti tra le autorità della rete e tra queste e i soggetti regolati. Le *rules* contribuiscono all'integrazione relazionale e normativa delle diverse componenti ⁽³²⁷⁾, ora definendo i percorsi procedurali per

⁽³²⁴⁾ Cfr. art. 458(9).

⁽³²⁵⁾ Ma, *contra*, G. NAPOLETANO, *Legal aspects*, cit., 180, il quale ritiene che tale potere possa essere esercitato anche autonomamente dalla Commissione.

⁽³²⁶⁾ Il potere della Commissione è però limitato a misure aventi a oggetto il livello dei fondi propri, i requisiti per le grandi esposizioni e gli obblighi di informativa al pubblico. Inoltre, la Commissione, assista all'ESRB, presenta al Parlamento europeo e al consiglio, almeno una volta all'anno, una relazione sugli sviluppi del mercato per i quali potrebbe essere necessario il ricorso a tale potere.

⁽³²⁷⁾ Sull'integrazione normativa nell'amministrazione europea, S. CASSESE, *Il procedimento*, cit., 33-34.

garantire un esercizio partecipato e condiviso della funzione unitaria, ora restringendo in vario modo i margini residui di discrezionalità necessari ad assicurare omogeneità delle prassi operative e applicative ⁽³²⁸⁾. Gli atti di regolazione ed esecuzione incidono, al contempo, sulla sfera di libertà dei regolati in misura via via crescente, esplicando effetti che, in ragione del contenuto e della natura delle misure macroprudenziali, riverberano su una vasta platea: muovendo da singoli intermediari o categorie di enti, questa può giungere a ricomprendere un'intera collettività statale o ultrastatale.

Peraltro, quanto più graduale e molteplice è il grado di vincolatività degli atti regolatori, tanto più composito appare il regime di apertura dei processi di adozione e conoscibilità degli stessi. La trasparenza della rete regolatoria in esame si presenta, cioè, “a macchie”: la partecipazione dei regolati e, più in generale, del pubblico ai processi decisionali delle autorità regolatorie in rete, e la conoscibilità stessa di alcuni provvedimenti in concreto adottati, sono infatti limitate solo a poche delle molteplici misure che ne costituiscono la “grammatica” sostanziale, prevalendo un regime di sostanziale opacità. Questo elemento riduce in maniera drastica l'*accountability* verso l'esterno, riverberando sull'estensione del sindacato giurisdizionale e sulla possibilità per i soggetti interessati di partecipare in maniera consapevole a scelte regolatorie che incidono in misura considerevole sull'intero sistema economico, oltre che finanziario.

I due pilastri *hard* e *soft* meritano un approfondimento separato.

L'*hard law* della rete in esame consta di una gerarchia di norme che, in rapporto di circolarità, informano l'ordinamento europeo e gli ordinamenti nazionali, costituendo un sotto-insieme del Single Rulebook europeo. Vi rientrano, in particolare, le previsioni puntuali stabilite dalle direttive e dai regolamenti analizzati in precedenza (v. *supra*, § 3), le norme nazionali di recepimento di queste laddove non direttamente applicabili o integrabili secondo certi margini discrezionali dalle autorità degli Stati membri, e gli atti di implementazione adottati dalla Commissione sulla base di RTS e ITS elaborati dall'EBA.

Come si è avuto già modo di osservare, l'approccio macroprudenziale del legislatore europeo è riuscito a espandersi, con un grado di armonizzazione pressoché massima, solo sino a un certo limite del generale e vasto campo dell'intermediazione finanziaria nel mercato unico, di fatto consistendo, per larga parte, in una rimodulazione e calibrazione di strumenti regolatori di tipo microprudenziale da tempo sostrato di base

⁽³²⁸⁾ Si tratta di aspetti messi in luce anche IBID, 37.

della regolazione bancaria. L'armonizzazione sezionale della regolazione macroprudenziale lascia quindi nella disponibilità degli Stati membri ampi spazi di discrezionalità per l'identificazione di misure ulteriori di intervento dirette a prevenire il diffondersi di minacce per la stabilità finanziaria. Il rischio costante di tale impostazione è, tuttavia, quello dell'emersione di smagliature nel funzionamento armonico del mercato unico, alla luce degli effetti distorsivi che possono derivare da un'applicazione "strategica" di misure di tipo macroprudenziale ⁽³²⁹⁾, e che giustificano i già visti poteri della Commissione e, in casi limitati, del Consiglio.

Sotto il profilo della partecipazione, l'*hard law* della regolazione macroprudenziale europea consta essenzialmente di atti soggetti alle procedure di *notice and comment* dell'EBA disciplinate in via generale dagli articoli 10 e 15 del rispettivo Regolamento istitutivo. Prima di trasmettere alla Commissione le bozze di misure tecniche di regolamentazione e implementazione, l'EBA provvede pertanto a effettuare consultazioni pubbliche e ad analizzare i potenziali costi e benefici delle misure proposte, salvo che «*dette consultazioni e analisi siano sproporzionate in relazione alla portata e all'impatto dei progetti di norme [...] interessati o in relazione alla particolare urgenza della questione*»; al contempo, è prevista la consultazione del *banking stakeholder group* di cui all'art. 37 del citato regolamento istitutivo.

Le consultazioni hanno generalmente una durata di poco superiore a 60 giorni, e consistono nella pubblicazione di un documento esplicativo e di una prima bozza del testo sul sito *web* dell'autorità. Degli esiti di tali consultazioni, la cui documentazione è pubblicata dall'EBA in uno alle risposte ricevute salva esplicita richiesta dei rispondenti, viene normalmente dato solo un breve cenno all'interno del documento che accompagna la pubblicazione della proposta di RTS o ITS finale ⁽³³⁰⁾. D'altro canto, il numero di

⁽³²⁹⁾ Il problema, di carattere strettamente tecnico e sul quale è possibile fare solo un breve cenno, riguarda il possibile impiego di misure macroprudenziali da parte delle autorità nazionali per generare forme di *ring-fencing* delle risorse all'interno dei propri ordinamenti; tale problema investe non soltanto misure non armonizzate a livello europeo, ma anche strumenti previsti dallo stesso Single Rulebook e per i quali sussistono margini di discrezionalità nella calibrazione da parte delle autorità nazionali. In buona sostanza, l'impiego di determinate "leve" regolatorie macroprudenziali può essere strategicamente orientato non già alla prevenzione di rischi sistemici, ma al trattenimento di disponibilità di capitale o liquide degli intermediari all'interno di un certo mercato. Tale problematica assume particolare rilievo per quegli Stati membri (c.d. *host jurisdictions*) i cui sistemi finanziari endogeni di non elevate dimensioni risultano attraenti per intermediari di dimensioni significative, che "muovono" risorse economiche e finanziarie in una logica transnazionale e coerente con l'impostazione del mercato unico. Per un dettagliato approfondimento di questa problematica, si rinvia a EBA, *Opinion on the macroprudential rules in CRR/CRD. EBA response to the European Commission on Article 513 CRR call for advice*, 2014, spec. 14 ss.

⁽³³⁰⁾ Ciò avviene, normalmente, nelle pagine di "Executive Summary" e/o "Background and rationale" che normalmente precedono il testo vero e proprio degli *standard*.

partecipanti a tali processi è spesso limitato a poche decine, tra cui figurano, in misura nettamente prevalente, esponenti dell'industria o autorità nazionali.

Che ruolo giocano e in che modo sono formalizzate, invece, le misure di *soft law* ⁽³³¹⁾?

L'impiego di atti privi di immediata forza cogente costituisce uno dei tratti tipici dell'apparato globale di regolazione della finanza privata ⁽³³²⁾, tradizionalmente composto da una congerie di *standard* che hanno mostrato la capacità di assumere, nel corso degli anni, carattere sempre più pervasivo e approfondito ⁽³³³⁾. Nel dibattito intorno ai connotati essenziali di tali misure, la scienza giuridica ha individuato due distinte questioni di snodo ⁽³³⁴⁾: l'una afferente alla *effettività* degli stessi, ovvero alla capacità di costituire un valido e concreto strumento di regolazione delle problematiche sottese all'intermediazione finanziaria nel mercato globale ⁽³³⁵⁾; la seconda relativa alla *legittimità*, data la capacità di tali misure di sfuggire tanto al circuito democratico-rappresentativo statale di produzione delle norme quanto a forme procedimentalizzate e aperte, anche ai regolati, di definizione dei contenuti delle "regole del gioco" loro applicabili.

Per contro, nel quadro delle fonti di disciplina della finanza privata nell'ordinamento europeo, gli atti privi di forza cogente hanno apparentemente rivestito un ruolo minoritario ⁽³³⁶⁾. Si è visto infatti come, in linea generale, l'integrazione del

⁽³³¹⁾ È appena il caso di precisare che la locuzione viene qui impiegata nell'accezione indicata in uno dei maggiori studi condotti sul tema nel quadro della letteratura giuridica europea, ovvero quello di L. SENDEN, *Soft Law in European Community Law*, Portland, Hart Publishing, 2004, 112; ci si riferisce, quindi, a «*rules of conduct that are laid down in instruments which have not been attributed legally binding force as such, but nevertheless may have certain (indirect) legal effects, and that are aimed at and may produce practical effects*».

⁽³³²⁾ Sul ruolo degli *standard* e della *soft law* nella regolazione finanziaria globale si vedano, nella vasta letteratura esistente, M. DE BELLIS, *La regolazione*, cit., 142 ss.; C. BRUMMER, *How International Financial Law Works (and How It Doesn't)*, in *Georgetown Law Journal*, 2011, 257; ID., *Soft law and the global financial system. Rulemaking in the 21st century*, Cambridge - New York, Cambridge University Press, 2012; ID., *Why Soft Law Dominates International Finance - and not Trade*, in T. COTTIER, J.H. JACKSON, R.M. LASTRA, *International Law in Financial Regulation*, cit., 95; F. WEISS, A.J. KAMMEL (a cura di), *The changing landscape of global financial governance and the role of soft law*, Leiden-Boston, Brill, 2015, spec. 1-98.

⁽³³³⁾ Uno dei maggiori studiosi in materia ha evidenziato, al riguardo, come, nel diritto finanziario internazionale, «*regulatory coordination arises through interagency forums with, at best, ambiguous legal status. The initial commitments are not made by treaty but, instead, largely through "soft law" instruments that do not impose formal legal obligations*»; cfr. C. BRUMMER, *Soft law and the global financial system*, cit., 116.

⁽³³⁴⁾ C. BRUMMER, *Introduction: Key Theoretical Parameters of the Soft Law Debate: A Basic Overview*, in F. WEISS, A.J. KAMMEL (a cura di), *The changing landscape*, cit., xvii.

⁽³³⁵⁾ Sul punto, BRUMMER nota come «(d) *espite its technically nonbinding status, international financial law boasts many features of "legality": by triggering a range of market, institutional, and reputational responses, international financial law holds potentially enormous consequence for both regulators and firms, whether they make an effort to follow its dictates or simply ignore them. As such, international financial law exhibits efficacy [...]. Its more coercive guises show that even nonbinding rules "matter" and reveal a variety of enforcement mechanisms [...]*»; cfr., C. BRUMMER, *Soft law and the global financial system*, cit., 267.

⁽³³⁶⁾ In termini simili anche E. FERRAN, A. KERN, *Can Soft Law Bodies*, cit., 16.

mercato finanziario è stata oggetto di una sequenza di direttive e regolamenti atti ad assicurare una progressiva armonizzazione del quadro comune di disciplina ⁽³³⁷⁾; anzi, la strumentalità dell'integrazione finanziaria all'obiettivo generale di costruzione e approfondimento del mercato unico ha giustificato l'impiego di una gamma di tecniche regolatorie vincolanti per gli Stati membri, di frequente conducenti a un recepimento (e quindi un *hardening*) degli stessi *soft standard* globali. Nondimeno, esempi di atti privi di coerenza si rintracciavano, già antecedentemente alle trasformazioni dell'architettura regolatoria in esito alla crisi finanziaria globale, nelle raccomandazioni non vincolanti e nei pareri della BCE, oltre che nelle diverse *guidance* emanate dai comitati regolatori di terzo livello dello schema *Lamfalussy* ⁽³³⁸⁾, oggi rifluite nelle attribuzioni di indirizzo delle ESAs.

Gli strumenti di *soft law* che informano la rete regolatoria macroprudenziale in esame si compongono di due pilastri fondamentali: da un lato, vi sono orientamenti, *guidelines* e *opinion* dell'EBA, adottati sulla base delle previsioni *hard* sopra richiamate e/o del regolamento istitutivo dell'autorità stessa; dall'altro lato, e in misura particolarmente significativa, vi sono le due tipologie di atti adottabili dall'ESRB, ovvero le segnalazioni (*warnings*) e le raccomandazioni a carattere riservato o pubblico, cui si aggiungono una serie di decisioni e pareri che il Comitato può adottare di propria iniziativa o sulla base di varie disposizioni vincolanti nell'ambito delle procedure che si sono descritte *supra*.

La prima tipologia di atti è soggetta anch'essa a meccanismi di *notice and comment*, ancorché *eventuali*. L'articolo 16 del Regolamento istitutivo dell'EBA stabilisce infatti che l'Autorità effettua, «*se del caso, consultazioni pubbliche sugli orientamenti e sulle raccomandazioni*», analizzandone potenziali costi e benefici; si tratta quindi di un meccanismo procedurale che, nei fatti, rispecchia quello delle misure di *hard law* e ne segue l'*iter* formale. Tali misure, peraltro, sono soggette ai ricordati meccanismi di *comply or explain*: i destinatari delle stesse sono chiamati a compiere «*ogni sforzo*» per conformarvisi, ed entro due mesi dalla loro emanazione ciascuna autorità nazionale competente conferma se «*è conforme o intende conformarsi all'orientamento o alla raccomandazione in questione*», informando l'Autorità in caso di dissenso ⁽³³⁹⁾.

⁽³³⁷⁾ V. *supra*, § 2.

⁽³³⁸⁾ IBID.

⁽³³⁹⁾ Si veda l'art. 16(3) del Regolamento 1093/2010.

Quanto agli atti di *soft law* dell'ESRB sembra opportuno soffermarsi brevemente sul problema di snodo dell'effettività delle misure non cogenti ⁽³⁴⁰⁾. Non diversamente dalle misure di *soft law* elaborate dalle tre ESAs, le raccomandazioni e le segnalazioni del Comitato sono soggette invero a varie forme di *hardening* che combinano forme di *peer pressure* verticali e orizzontali alla tecnica ordinaria del *comply or explain*. Tali procedure, nel complesso, rafforzano notevolmente la persuasività ed efficacia degli atti dell'ESRB, facendo leva sul diretto coinvolgimento delle altre autorità della rete e delle istituzioni politiche dell'Unione ⁽³⁴¹⁾.

In linea generale, l'articolo 16(3) del Regolamento 1092/2010 prevede che le segnalazioni e le raccomandazioni sono trasmesse contemporaneamente, in tutti i casi, ai destinatari, al Consiglio e alla Commissione; quando siano rivolte a una o più autorità nazionali, le stesse sono trasmesse anche alle ESAs. Il percorso di tali misure tende quindi a biforcarsi, esemplificando i diversi equilibri istituzionali e di interessi che, per tale via, si attivano nella rete.

In particolare, nel caso in cui una *raccomandazione* sia indirizzata alla Commissione, a uno o più Stati membri, a una o più delle ESAs, ovvero a una o più autorità di vigilanza nazionali, i destinatari comunicano tanto all'ESRB quanto al Consiglio i provvedimenti adottati per darvi seguito, fornendo adeguate giustificazioni in caso di inazione. Se ritenuto opportuno, in queste ipotesi l'ESRB può informare le ESAs delle risposte ricevute ⁽³⁴²⁾. Nel caso in cui l'ESRB sia del parere che le sue raccomandazioni non sono state seguite o che i destinatari non hanno reso adeguate spiegazioni circa la loro inazione, il Comitato informa questi ultimi, il Consiglio e, ove opportuno, l'ESA interessata ⁽³⁴³⁾; nel caso in cui la raccomandazione in questione fosse *pubblica*, il legislatore ha inoltre previsto il possibile intervento del Parlamento europeo, che può invitare il Presidente dell'ESRB a presentare tale decisione e a uno «*scambio di opinioni*» con i destinatari ⁽³⁴⁴⁾.

Le interazioni orizzontali e verticali all'interno della rete sono quindi regolate dall'articolo 36 dei Regolamenti istitutivi delle ESAs, che ulteriormente rafforza il

⁽³⁴⁰⁾ Come notano H. WILKE, E. BECKER, C. ROSTÁSY, *Systemic Risk*, cit., 195, «*so-called soft law is an imminent threat to the effectiveness of preventive measures, as the ESRB has no power to force actions*».

⁽³⁴¹⁾ Si veda l'art. 17(1) del Regolamento 1092/2010.

⁽³⁴²⁾ Cfr. art. 17(1) del Regolamento 1092/2010. Come si vede, nessuna previsione disciplina l'ipotesi - invero residuale - in cui una raccomandazione sia genericamente rivolta «*all'intera Unione*», dovendosi presumibilmente leggere tale espressione nell'art. 16(2) del Regolamento come riferita alternativamente alla Commissione o al Consiglio.

⁽³⁴³⁾ Si veda l'art. 17(2) del Regolamento 1092/2010.

⁽³⁴⁴⁾ Si veda l'art. 17(3) del Regolamento 1092/2010.

meccanismo di *hardening* descritto. La norma stabilisce infatti che, ricevuta una segnalazione o una raccomandazione dall'ESRB, l'ESA interessata (i) convoca senza indugio una riunione del consiglio ed esamina le implicazioni della segnalazione o della raccomandazione per l'esecuzione dei suoi compiti, e (ii) decide, secondo la procedura pertinente, qualsiasi misura da adottare conformemente alle competenze che le sono conferite dal rispettivo regolamento istitutivo per risolvere i problemi rilevati nelle segnalazioni e nelle raccomandazioni ⁽³⁴⁵⁾. Inoltre, ciascuna autorità è chiamata a esercitare i poteri conferiti dal rispettivo regolamento istitutivo ogniqualvolta riceva una segnalazione o una raccomandazione indirizzata dall'ESRB a un'autorità nazionale; quest'ultima, ove non intenda dare seguito alla *raccomandazione* dell'ESRB, è tenuta a discuterne le ragioni con il consiglio delle autorità di vigilanza, la cui posizione deve essere tenuta in conto in sede di *explanation* ⁽³⁴⁶⁾.

Sotto il profilo sostanziale, il contenuto delle raccomandazioni e delle segnalazioni trova un unico limite oggettivo-finalistico dalle maglie piuttosto larghe. In concreto, l'ESRB può infatti emanare segnalazioni o raccomandazioni nel caso in cui individui rischi significativi per il conseguimento degli obiettivi indicati dall'articolo 3(1) del Regolamento 1092/2010, ovvero laddove ritenga sussistano rischi sistemici alla stabilità finanziaria dell'UE derivanti da sviluppi endogeni al sistema finanziario e capaci di dar luogo a turbolenze finanziarie diffuse, anche tenendo conto dello scenario macroeconomico. Avendo presenti tali caratteri, si comprende agevolmente come l'ESRB goda della capacità di esercitare la propria *moral suasion* in relazione a *tutte* le componenti della stabilità finanziaria, con la significativa eccezione della dimensione monetaria: la mancata inclusione della BCE e delle banche centrali nazionali tra i potenziali destinatari di misure di *soft law* sembra infatti indicare l'impossibilità, per il Comitato, di rivolgere indirizzi che attengano ai compiti loro spettanti. Se tale circostanza rafforza la posizione di reciproca indipendenza funzionale del SEBC e del Comitato nel quadro dell'UEM, segnala inevitabilmente come sussistano tanto rischi di compartimentalizzazione e frammentazione delle politiche generali di stabilità finanziaria, quanto di potenziale ingerenza del Comitato, e delle sue componenti soggettive predominanti, nelle politiche macroeconomiche nazionali, ancorché solo ove queste possano dar luogo a processi di destabilizzazione endogena del sistema finanziario.

⁽³⁴⁵⁾ Cfr. art. 36(4) dei Regolamenti istitutivi delle ESAs.

⁽³⁴⁶⁾ Cfr. art. 36(5) dei Regolamenti istitutivi delle ESAs.

A margine, poi, non può non rilevarsi come, nel disegno del legislatore europeo, l'intera attività di *soft law* dell'ESRB sfugga a forme procedurali atte a garantire una qualche forma di interlocuzione pubblica. Un surrogato dei diritti partecipativi e, in particolare, di procedure di *notice and comment* in qualche misura formalizzate, è costituito dalla generica previsione in base alla quale il Comitato *può* avvalersi, ove opportuno e in relazione all'esecuzione del proprio mandato, «*delle opinioni delle competenti parti interessate del settore privato*»⁽³⁴⁷⁾ e dalla presenza dei due comitati scientifici di supporto all'ESRB. Tra questi, in particolare, un ruolo preminente spetterebbe all'ASC, che può organizzare tempestivamente e *ove opportuno*, «*consultazioni con le parti interessate, quali gli operatori di mercato, le associazioni di consumatori e gli esperti accademici, in modo aperto e trasparente, tenendo in considerazione le esigenze di riservatezza*»⁽³⁴⁸⁾.

5. **La judicial accountability**

L'analisi sviluppata nei paragrafi precedenti ha consentito di individuare alcuni degli snodi essenziali del sistema macroprudenziale europeo di regolazione, tra cui i caratteri istituzionali portanti e le dinamiche delle composite geometrie di integrazione e interazione tra le diverse componenti che lo contraddistinguono. Si è visto, tra l'altro, come tale *network* si connoti per l'estrema varietà di atti mediante i quali sono stabilite prescrizioni sostanziali a carattere generale e misure regolatorie puntuali, queste ultime applicabili ora a una pluralità ora a un novero più ristretto di operatori e finanche a Stati Membri e istituzioni europee.

Un'ulteriore distinzione che si è tracciata attiene alla natura vincolante o meno delle misure: mentre larga parte dei provvedimenti del Consiglio, della Commissione, dell'EBA, della BCE e delle autorità nazionali competenti hanno forza cogente e determinano in via immediata effetti giuridici nella sfera dei destinatari, le raccomandazioni, le segnalazioni e i pareri dell'ESRB, nonché taluni atti di orientamento dell'EBA hanno tutti carattere non vincolante per istituzioni e autorità destinatarie, sicché, a prescindere dalla loro valenza materialmente giuridica alla luce dell'impiego di tecniche di *comply or explain*, non determinano effetti diretti e immediati verso i terzi e, in particolare, verso i soggetti regolati e i destinatari in genere.

⁽³⁴⁷⁾ Si veda l'art. 14 del Regolamento 1092/2010.

⁽³⁴⁸⁾ Si veda l'art. 12(5) del Regolamento 1092/2010.

In che misura tale complessa congerie di atti è soggetta a forme di controllo giudiziale? Secondo quali limiti e parametri la Corte di giustizia può valutare gli elementi procedurali e sostanziali di tali atti? In che modo, in particolare, le misure di *soft law* possono essere oggetto di scrutinio giurisdizionale? Si tratta di un sindacato che solleva questioni analoghe a quelle intraviste nel contesto statunitense, e rispetto al quale può ipotizzarsi una contaminazione degli indirizzi interpretativi che evidenziano l'esigenza di ricorrere obbligatoriamente ad un'analisi costi-benefici per supportare decisioni finalizzate alla prevenzione del rischio sistemico? O, piuttosto, è possibile ipotizzare il prevalere di un approccio incentrato su canoni di ragionevolezza e proporzionalità dell'azione e degli strumenti utilizzati rispetto alle finalità e agli obiettivi indicati dalle norme?

Preliminarmente, il problema della giustiziabilità dei provvedimenti adottati dalle autorità della rete in esame ha indubbiamente un interesse più teorico che pratico, in ragione della scarsa probabilità di un deferimento alle corti nazionali o europee di questioni che, a prescindere dalla loro intrinseca complessità tecnica, orbitano attorno a problematiche di disciplina in sé raramente oggetto di conflitti giudiziari⁽³⁴⁹⁾.

Nondimeno, la questione appare non trascurabile per tre ragioni: in primo luogo, perché consente di riflettere in prospettiva generale sul modo in cui la rete regolatoria in esame, al di là degli strumenti di responsabilità formale previsti dalle disposizioni istitutive dell'ESRB, dell'EBA e del MVU, può essere ritenuta *accountable* attraverso l'intervento delle corti, specie in considerazione del limitato grado di apertura e trasparenza che ne contraddistingue i processi decisionali; in secondo luogo, perché consente di raffrontare, a partire dalle considerazioni svolte nel Capitolo precedente in relazione al sistema di giustizia statunitense, il modo in cui le corti europee si misurano con scelte discrezionali ad alto tasso tecnico e con strumenti sfuggenti di *soft law*; in terzo luogo, perché, in ragione della complessità procedurale che si è visto connotare l'adozione delle misure macroprudenziali, un numero significativo di conflitti potrebbe sorgere non già tra regolati e regolatori, ma tra gli Stati membri e le amministrazioni sovranazionali, ovvero tra gli Stati membri stessi, dando quindi origine a contenziosi dall'elevata carica politico-costituzionale idonei a esporre le corti europee a delicati esercizi di equilibrio istituzionale,

⁽³⁴⁹⁾ Si tratta di un aspetto approfondito da O. PORCHIA, *Il ruolo della Corte di giustizia dell'Unione europea nella governance economica europea*, in *Dir. un. eur.*, 2013, 593, che tuttavia nota correttamente come le riforme della *governance* economica hanno imposto alla corte di «*posizionarsi in un panorama dal quale era rimasta sostanzialmente estranea*», essendo intervenuta «*raramente nelle questioni afferenti al pilastro dell'Unione economica e monetaria*».

non diversamente da quanto di recente avvenuto in importanti decisioni relative alla costituzione economica europea post-crisi e agli equilibri nell'UEM⁽³⁵⁰⁾.

Dato il carattere prevalentemente virtuale delle questioni, e l'impossibilità di pronosticare l'intera gamma dei potenziali risvolti giudiziali di controversie nell'area in questione, l'analisi che segue procede concentrandosi su due temi principali.

Dapprima, si analizza il problema della sindacabilità degli atti di *soft law*, soffermandosi sulle pronunce in cui sia emersa un'attenzione del giudice europeo verso provvedimenti che, ancorché non vincolanti, "entrano" - con effetti di non poco conto - nel processo di valutazione delle autorità incaricate di adottare atti cogenti (§ 5.1). Successivamente, si procede a trattare la tematica del sindacato sulla discrezionalità delle scelte operate dalle agenzie e dalle istituzioni (§ 5.2), tentando di tracciare un parallelismo tra problematiche di regolazione macroprudenziale e conduzione della politica monetaria attraverso il prisma del principio di proporzionalità⁽³⁵¹⁾ e delle sue diverse componenti⁽³⁵²⁾.

5.1 Gli atti di *soft law* tra sindacabilità e interpretazione

In che misura, e a quali condizioni, pareri, raccomandazioni e altri atti non vincolanti possono essere oggetto di scrutinio da parte della CGUE? Si tratta, sotto un primo versante, di atti dei quali possa contestarsi la legittimità e ottenersi un autonomo annullamento? O, piuttosto, tali atti possono essere utilizzati dalle corti esclusivamente come supporto interpretativo in relazione a misure normative o esecutive vincolanti,

⁽³⁵⁰⁾ Si vedano, in particolare, proprio i casi citati *infra*, § 5.2.

⁽³⁵¹⁾ La scienza giuridica ha approfondito sotto molteplici versanti il rilievo di tale principio nel quadro del sindacato giurisdizionale sugli atti e l'attività delle amministrazioni pubbliche, specie in considerazione dell'importanza assunta dal medesimo alla luce dell'influsso giurisprudenziale europeo. Senza pretesa alcuna di esaustività, si vedano almeno D. URANIA-GALETTA, *Principio di proporzionalità e sindacato giurisdizionale nel diritto amministrativo*, Milano, Giuffrè, 1998; A. SANDULLI, *La proporzionalità dell'azione amministrativa*, Cedam, Padova, 1998; G. SCACCIA, *Il principio di proporzionalità*, in S. MANGIAMELI (a cura di), *L'ordinamento europeo. L'esercizio delle competenze*, II, Milano, Giuffrè, 2006, 258; S. VILLAMENA, *Contributo in tema di proporzionalità amministrativa*, Milano, Giuffrè, 2008; V. FANTI, *Dimensioni della proporzionalità. Profili ricostruttivi tra attività e processo amministrativo*, Torino, Giappichelli, 2012. Per un recente inquadramento del principio nell'ottica dell'affinamento delle tecniche di regolazione in campo finanziario attraverso strumenti quali-quantitativi innovativi, si vedano R. MASERA (a cura di), *Sfide e opportunità della regolamentazione bancaria: diversità, proporzionalità e stabilità*, Ecra, 2016; F. DI PORTO, *Regolazione, principio di proporzionalità e scienze cognitive*, in *federalismi.it*, 4/2018.

⁽³⁵²⁾ Al riguardo, è nota la declinazione della proporzionalità quale principio risultante dall'unione di tre diversi elementi, in continuità con l'elaborazione della scienza giuridica tedesca: idoneità (*Geeignetheit*), necessità (*Erforderlichkeit*) e proporzionalità in senso stretto (*Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne*). In argomento, D. URANIA-GALETTA, *Principio di proporzionalità*, cit., 15, che sottolinea come, nell'ordinamento tedesco, tale principio ha giocato un ruolo determinante, e finanche eccessivo, nell'ampliamento del margine di sindacato del giudice sull'azione amministrativa (69), determinando una successiva reazione inversa sulla falsariga degli sviluppi della giurisprudenza comunitaria.

contribuendo così a specificare il contenuto di norme di portata generale e/o di provvedimenti puntuali dotati di forza cogente ⁽³⁵³⁾?

I confini del giudizio di annullamento in relazione ad atti di istituzioni e organi dell'UE sono sanciti, in linea generale, dall'articolo 263 del TFUE ⁽³⁵⁴⁾. La CGUE esercita un controllo di legittimità, oltre che sugli atti legislativi, sugli atti del Consiglio, della Commissione e della BCE che non siano raccomandazioni o pareri, nonché sugli atti del Parlamento europeo, del Consiglio europeo, e degli organi o organismi dell'Unione destinati a produrre effetti giuridici nei confronti dei terzi. È noto che la previsione in questione distingue, in concreto, due diverse categorie di ricorrenti: per un verso, gli Stati membri, il Parlamento europeo, il Consiglio e la Commissione, configurati come ricorrenti privilegiati, possono agire per la rimozione degli atti succitati per incompetenza, violazione delle forme sostanziali, violazione dei Trattati o di qualsiasi regola di diritto relativa alla loro applicazione, sviamento di potere; per contro, le persone fisiche e giuridiche possono proporre un ricorso fondato sulle medesime ragioni esclusivamente contro atti adottati nei loro confronti o che le riguardino direttamente e individualmente, nonché contro atti regolamentari che, riguardandole direttamente, non comportino misure di esecuzione.

La disposizione citata costituisce la codificazione del generale principio di giustiziabilità di qualsiasi atto delle istituzioni e degli organismi dell'UE idoneo a generare effetti giuridici nella sfera di terzi, elaborato dalla Corte in due *leading cases* antecedenti la corrente formulazione del Trattato. Nel caso *Les Verts* ⁽³⁵⁵⁾, la Corte ha notoriamente affermato che la CEE «è una comunità di diritto nel senso che né gli Stati che ne fanno parte, né le sue istituzioni sono sottratti al controllo della conformità dei loro atti alla carta costituzionale di base costituita dal trattato», e che quest'ultimo ha inteso istituire «un sistema completo di rimedi giuridici e di procedimenti inteso ad affidare alla Corte di giustizia il controllo della legittimità degli atti delle istituzioni» ⁽³⁵⁶⁾. Tale *ratio* è stata quindi estesa alle ipotesi nelle quali gli atti contestati

⁽³⁵³⁾ Per una prospettiva simile, si veda L. SENDEN, *Soft law*, cit., 361 ss., la quale - pur con riferimento ad atti di *soft law* diversi da quelli emanati da agenzie e comitati - già osservava come «(t)he Community Courts often treat soft law, in particular acts like resolutions, declarations and recommendations, as part of the 'Legal framework' or 'Legal background' of the cases before them [...]». Si veda anche, M. CHAMON, *EU Agencies*, cit., 352 ss.

⁽³⁵⁴⁾ Per un inquadramento del rimedio di annullamento nella prospettiva del diritto amministrativo europeo, P. CRAIG, *EU Administrative Law. The acquis*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2011, 329, spec. 332.

⁽³⁵⁵⁾ PARTI ÉCOLOGISTE LES VERTS C. PARLAMENTO EUROPEO, causa C-294/83, Sentenza della Corte del 23 aprile 1986.

⁽³⁵⁶⁾ Pertanto, sebbene in origine il Parlamento europeo non figurasse tra le istituzioni i cui atti sono espressamente impugnabili, il conferimento allo stesso del potere di adottare disposizioni vincolanti non

fossero stati assunti da agenzie: nel caso *Sogelma* ⁽³⁵⁷⁾, infatti, i giudici di Lussemburgo hanno affermato il principio generale in forza del quale «ogni atto adottato da un organismo comunitario destinato a produrre effetti giuridici nei confronti di terzi deve essere suscettibile di controllo giurisdizionale», osservando poi che «la situazione degli organismi comunitari dotati del potere di adottare atti destinati a produrre effetti giuridici nei confronti di terzi è identica a quella che ha dato luogo alla sentenza *Les Verts*», che «non può ritenersi accettabile, in una Comunità di diritto, che atti di tal sorta sfuggano al controllo giurisdizionale», e che la circostanza che la Commissione abbia delegato talune sue competenze a un'agenzia non vale a escludere la competenza a pronunciarsi su un ricorso di annullamento, «pena la creazione di una lacuna giuridica» ⁽³⁵⁸⁾.

Come evidente, questi indirizzi accordano piena tutela alle parti interessate esclusivamente nell'ipotesi di misure *cogenti*. In diverse pronunce, per contro, la Corte ha dichiarato l'irricevibilità di ricorsi volti all'annullamento di pareri, raccomandazioni e, più in generale, atti preparatori privi di carattere vincolante, tracciando la linea di demarcazione tra provvedimenti di carattere intermedio e decisioni finali conclusive ⁽³⁵⁹⁾.

Già nel risalente caso *IBM* ⁽³⁶⁰⁾, ad esempio, la Corte aveva osservato come un ricorso di annullamento diretto contro l'atto di inizio di un procedimento l'avrebbe di fatto costretta a pronunciarsi su questioni sulle quali l'amministrazione europea - e, in specie, la Commissione - non aveva ancora avuto modo di esprimersi, di conseguenza anticipando l'esame del merito e, in tal modo, confondendo «le varie fasi dei due procedimenti, amministrativo e giudiziario». Da ciò era discesa la generale affermazione per cui provvedimenti come l'avvio del procedimento o la comunicazione degli addebiti non possono essere considerati, «per loro natura e per i loro effetti giuridici, come delle decisioni [...] contro le quali sia esperibile un'azione di annullamento», costituendo «atti di procedura, preparatori rispetto alla decisione che ne costituisce lo sbocco ultimo» ⁽³⁶¹⁾. Seguendo tale orientamento, nella

può sottrarre al ricorso di annullamento quelle, tra queste, che siano destinate a produrre effetti giuridici nei confronti di terzi; *IBID*, § 23-25.

⁽³⁵⁷⁾ *SOGELMA - SOCIETÀ GENERALE LAVORI MANUTENZIONI APPALTI S.R.L. C. AGENZIA EUROPEA PER LA RICOSTRUZIONE (AER)*, causa T-411/06, sentenza del Tribunale dell'8 ottobre 2008.

⁽³⁵⁸⁾ *IBID*, § 33-43.

⁽³⁵⁹⁾ E.M. BUSUIOC, *Blurred areas of responsibility: European agencies' scientific 'opinions' under scrutiny*, in M. AMBRUS, K. ARTS, E. HEY, H. RAULUS, *The Role of 'Experts' in International and European Decision-Making Processes*, Cambridge, Cambridge University Press, 2014, 383, 394; si veda anche ID., *European Agencies. Law and Practices of Accountability*, Oxford, OUP, 2013, spec. 290 ss.

⁽³⁶⁰⁾ *INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES CORPORATION (IBM) C. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE*, causa C-60/81, sentenza della Corte dell'11 novembre 1981.

⁽³⁶¹⁾ *IBID*, § 21-21.

sentenza *Olivieri* ⁽³⁶²⁾, il Tribunale ha dichiarato irricevibile la domanda di annullamento relativa a un parere emanato dal Comitato per le specialità medicinali dell'AEVM, osservando che questo costituisce «*un provvedimento intermedio il cui obiettivo è quello di preparare la decisione [...]*», ovvero «*un atto preparatorio che non fissa definitivamente la posizione della Commissione e che pertanto non è un atto impugnabile*» ⁽³⁶³⁾.

Nondimeno, in quella stessa pronuncia, i giudici europei hanno in certo modo “aggirato” l’auto-limite della non giustiziabilità *autonoma* degli atti non vincolanti adottati per supportare determinate decisioni finali dell’amministrazione sovranazionale. Avendo rilevato che il contenuto del parere e delle valutazioni tecnico-scientifiche sulle quali esso si basa costituiscono «*parte integrante della motivazione della decisione impugnata*», la corte ha affermato la necessità di esaminarne il contenuto nell’ambito della contestuale domanda di annullamento della decisione della Commissione, in quanto quest’ultima era in effetti fondata sulle medesime conclusioni tecnico-scientifiche ⁽³⁶⁴⁾. Come si è osservato, tale indirizzo ha di fatto consentito ai giudici di Lussemburgo di accedere, in via mediata, a un esame di qualsiasi atto non cogente di un’agenzia, così da «*indirectly scrutinize agency opinions in actions directed against Commission decisions when it constitutes an essential element of the final decision*» ⁽³⁶⁵⁾.

A ben vedere, l’orientamento giurisprudenziale appena descritto era già stato fatto proprio dalla Corte, e ancor meglio articolato, nel caso *Artogodan* ⁽³⁶⁶⁾, la cui linea argomentativa richiamava a sua volta quella di alcune pronunce più risalenti nelle quali era stata attribuita valenza interpretativa ad atti della Commissione e del Consiglio in sé non

⁽³⁶²⁾ NANCY FERN OLIVIERI C. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE E AGENZIA EUROPEA DI VALUTAZIONE DEI MEDICINALI (AEVM), causa T-326/99, sentenza del 18 dicembre 2003.

⁽³⁶³⁾ IBID, § 51-54. La tesi del carattere intermedio di tali provvedimenti era già stata sviluppata in MIWON CO. LTD C. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, causa T-208/95, ordinanza del Tribunale del 10 luglio 1996, in cui si era affermato che il rigetto da parte della Commissione di una proposta di impegno di prezzo relativo a dazi antidumping non costituisce un atto che produca effetti giuridici vincolanti tali da incidere sugli interessi di un importatore, costituendo «*un provvedimento intermedio il cui obiettivo è quello di preparare la decisione definitiva e non [...] un atto impugnabile*». Per un ulteriore precedente si veda GESTETNER HOLDINGS PLC c. CONSIGLIO DELLE COMUNITÀ EUROPEE e COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, causa C-156/87, sentenza della Corte del 14 marzo 1990, spec. § 8.

⁽³⁶⁴⁾ OLIVIERI C. COMMISSIONE, cit., § 55: «*nella misura in cui nella presente causa la decisione impugnata conferma puramente e semplicemente il parere rivisto, che è contemplato nel suo quarto ‘considerando’, si deve ritenere che il contenuto di tale parere, come del resto quello delle relazioni di valutazione sul quale esso si basa, costituiscono parte integrante della motivazione della decisione impugnata, in quanto si tratta, in particolare, della valutazione scientifica del deferiprone effettuata dal CSM e dai suoi relatori. Il contenuto del parere rivisto deve quindi essere esaminato nell’ambito della domanda di annullamento della decisione impugnata*».

⁽³⁶⁵⁾ E.M. BUSUIOC, *Blurred areas*, cit., 397.

⁽³⁶⁶⁾ ARTEGODAN GMBH ET AL. C. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, sentenza del Tribunale del 26 novembre 2002 nelle cause riunite T-74/00, T-76/00, da T-83/00 a T-85/00, T-132/00, T-137/00 e T-141/00.

vincolanti ⁽³⁶⁷⁾. Nel caso *Dusseldorp* ⁽³⁶⁸⁾, ad esempio, la Corte aveva fatto riferimento a una risoluzione del Consiglio relativa a una direttiva e a un regolamento in materia di rifiuti oggetto di un rinvio pregiudiziale promosso da un tribunale olandese per accreditare ulteriormente le conclusioni cui essa stessa era giunta nell'interpretare il *framework* normativo controverso ⁽³⁶⁹⁾.

In *Artegodan*, i giudici comunitari si sono spinti oltre, valorizzando in maniera particolarmente significativa la portata di un parere non vincolante emanato da un comitato tecnico-scientifico pur confermandone la non autonoma impugnabilità ⁽³⁷⁰⁾. Nella pronuncia, avente a oggetto le norme disciplinanti la procedura di modifica delle condizioni di autorizzazione all'immissione in commercio di medicinali, si è osservato come questa si caratterizzi «*per il ruolo essenziale attribuito all'oggettiva e approfondita valutazione scientifica, da parte del CPMP, delle sostanze esaminate. Sebbene il parere emesso da tale comitato non vincoli la Commissione, nondimeno esso ha un'importanza decisiva, tanto che, all'occorrenza, l'irregolarità di tale parere va considerata una violazione delle forme sostanziali che vizia la legittimità della decisione di tale istituzione*». La sentenza prosegue rilevando come, in casi di specie, la Commissione non è da sé in grado di effettuare valutazioni scientifiche sull'efficacia o la nocività di un certo medicinale, sicché la consultazione obbligatoria del comitato dell'agenzia è strumentale a fornirle «*gli elementi di valutazione scientifica indispensabili perché essa possa stabilire, con cognizione di causa, i provvedimenti adatti a garantire un elevato livello di tutela della salute*»: pertanto, ai fini della valutazione di legittimità dell'atto finale, il giudice europeo può essere chiamato a esercitare il suo controllo tanto sulla legittimità estrinseca del parere scientifico reso nel corso della procedura, quanto sull'esercizio, da parte della Commissione, del suo potere discrezionale in relazione agli «*esiti*» del parere ⁽³⁷¹⁾.

⁽³⁶⁷⁾ L. SENDEN, *Soft law*, cit., spec. 380-384.

⁽³⁶⁸⁾ CHEMISCHE AFVALSTOFFEN DUSSELDORP BV ET AL. c. MINISTER VAN VOLKSHUISVESTING, RUIMTELIJKE ORDENING EN MILIEUBEHEER, causa C-203/96, sentenza della Corte del 25 giugno 1998.

⁽³⁶⁹⁾ CHEMISCHE AFVALSTOFFEN DUSSELDORP, cit., § 30-31; per un riferimento a casi simili, si rinvia a L. SENDEN, *Soft law*, cit., 381-382.

⁽³⁷⁰⁾ In relazione a tale aspetto, la scienza giuridica ha notato che «(s) *i tratta di una scelta formalmente corretta, ma che rischia di limitare, nella sostanza, l'effettività della tutela giurisdizionale dei privati. La decisione della Commissione, infatti, è strettamente dipendente dal parere tecnico dell'Agenzia europea per i medicinali, che rappresenta, per così dire, la decisione sostanziale sulla richiesta di autorizzazione all'immissione in commercio e che il privato dovrebbe poter impugnare direttamente. Una simile esigenza di tutela, del resto, è stata riconosciuta dallo stesso giudice europeo, seppure con riferimento alla procedura decentrata di autorizzazione*»; cfr. E. CHITI, *L'accountability delle reti*, cit., 73.

⁽³⁷¹⁾ ARTEGODAN GMBH ET AL., cit., § 196-199. In questa sede, la corte ha altresì richiamato un'analogo decisione in materia di prodotti cosmetici; cfr. ANGELOPHARM GMBH c. FREIE UND HANSESTADT HAMBURG, causa C-212/91, sentenza della Corte del 25 gennaio 1994, spec. § 31 ss.: «*l'elaborazione e l'adeguamento delle norme comunitarie in materia di prodotti cosmetici si fondano su valutazioni di carattere scientifico e tecnico che devono essere basate sui risultati più recenti della ricerca internazionale e che spesso sono complesse. Tale è in particolare il caso quando si tratta di valutare se una sostanza sia o meno pericolosa per la salute umana. Ora, la Commissione, come essa*

Tale linea interpretativa è venuta consolidandosi in alcune decisioni più recenti. Un esempio è offerto dal noto caso *Xylella* ⁽³⁷²⁾, nel quale la Corte ha ampiamente fatto ricorso alle valutazioni tecnico-scientifiche contenute nel parere elaborato dall’Autorità europea per la sicurezza alimentare (EFSA) per suffragare la legittimità della scelta discrezionale operata dalla Commissione con l’adozione di una decisione di esecuzione vincolante per le autorità italiane e determinante la totale eradicazione delle piante infette. Allo stesso modo, nella sentenza *Dow Agro* ⁽³⁷³⁾, il giudizio del Tribunale si è sviluppato sulla base delle conclusioni di vari pareri della stessa EFSA, poi in larga parte refluiti in una decisione della Commissione oggetto di impugnativa.

Dalla cennata giurisprudenza è quindi possibile rilevare come, in linea generale, le corti europee non accordano una tutela demolitoria autonoma rispetto ad atti non vincolanti quali raccomandazioni o pareri, quale che sia l’istituzione o l’organismo da cui questi promanano. Tali atti, tuttavia, esplicano un qualche effetto nei processi argomentativi e interpretativi: ciò, sia che la controversia riguardi un atto decisorio cogente e quindi produttivo di effetti giuridici per i terzi, e in larga parte “fondato” sulle elaborazioni dell’atto prodromico, sia che venga in rilievo l’interpretazione di un complesso di previsioni normative anche nel quadro di domande pregiudiziali. Per un verso, la giurisprudenza tende a includere i giudizi tecnico-scientifici consacrati in atti di *soft law* nel complesso delle valutazioni procedurali e sostanziali che conducono all’adozione di provvedimenti vincolanti ⁽³⁷⁴⁾, spesso nella consapevolezza che questi

stessa ha riconosciuto dinanzi alla Corte, non è in grado di effettuare tali valutazioni. [...] Il comitato per l’adeguamento al progresso tecnico delle direttive, che è composto unicamente da rappresentanti degli Stati membri e della Commissione, non è neppure esso in grado di fornire una tale valutazione. [...] Per contro, il comitato scientifico ha come funzione di essere di ausilio alle autorità comunitarie sulle questioni scientifiche e tecniche al fine di consentire loro di determinare, con cognizione di causa, i provvedimenti di adeguamento necessari. Infatti dalla motivazione della decisione della Commissione 19 dicembre 1977, 78/45/CEE, riguardante l’istituzione di un comitato scientifico di cosmetologia [...], risulta che il comitato scientifico, che è composto da personalità altamente qualificate nelle discipline utili per la cosmetologia, come la medicina, la tossicologia, la biologia o la chimica, è stato creato per fornire alla Commissione il concorso necessario per l’esame dei problemi complessi che sollevano, sul piano scientifico e tecnico, l’elaborazione e l’adeguamento delle norme comunitarie in materia di prodotti cosmetici. Come si è osservato in sede di commento alla pronuncia, il Comitato in questione «adotta, nell’esercizio di un potere discrezionale di natura “tecnica”, dei pareri volti a confortare (o a limitare) l’esercizio del potere discrezionale da parte delle autorità amministrative nazionali e della Commissione nell’adozione del provvedimento finale»; cfr. E. CAVASINO, *Un caso di annullamento di atti comunitari per incompetenza. Stretta applicazione del principio delle competenze e numerate e primazia del principio di tutela della salute*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2004, 641, 646.

⁽³⁷²⁾ PESCE ET AL. C. PRESIDENZA DEL CONSIGLIO DEI MINISTRI ET AL., cause riunite C-78/16 e C-79/16, sentenza della Corte del 9 giugno 2016. Per cenni sulla sentenza in relazione alla problematica del principio di proporzionalità, si veda, di recente, S. DE NITTO, *A proposito della proporzionalità come criterio giuridico*, in Riv. trim. dir. pubbl., 2017, 1035.

⁽³⁷³⁾ DOW AGROSCIENCES LTD c. COMMISSIONE EUROPEA, causa T-475/07, sentenza del Tribunale del 9 settembre 2011.

⁽³⁷⁴⁾ Problematica significativa è quindi quella della *assenza* di procedure specifiche per l’adozione di atti non vincolanti; come nota M. CHAMON, *EU Agencies*, cit., 353, citando anche E. CHITI, *An important part*, cit.,

ultimi sono di fatto una “riproduzione” dei primi, non disponendo la Commissione di risorse tecniche sufficienti a consentirle una ponderazione autonoma delle questioni rilevanti; da ciò, in particolare, discende quella visione per cui l’illegittimità dell’atto presupposto si riverbera su quella del provvedimento finale. Per altro verso, gli atti non vincolanti contribuiscono a supportare i percorsi argomentativi e interpretativi dei giudici, puntellandone - all’occorrenza - le conclusioni e gli *iter* motivazionali.

Alla luce di tali sviluppi, ci si può quindi interrogare sul modo in cui la giurisprudenza ricordata può risultare in concreto utile per inquadrare misure e attività dell’ESRB e della rete macroprudenziale in esame.

Le analogie che si sono suggerite attraverso i casi giurisprudenziali sopra richiamati consentono di evidenziare agevolmente la natura ambigua del Comitato e dei suoi provvedimenti. Per un verso, non vi è dubbio che alcune delle misure che questo deve adottare nel sistema regolatorio a rete concorrono all’emanazione di provvedimenti vincolanti della Commissione, del Consiglio, dell’EBA e delle stesse autorità nazionali: in queste ipotesi, l’ESRB opererebbe come un particolare “comitato di esperti indipendenti” le cui valutazioni tecniche influiscono sul processo decisionale discrezionale delle autorità chiamate a stabilire in via definitiva un certo assetto di interessi, finendo in tal modo attratte nell’orbita dello scrutinio giudiziale. Per altro verso, l’ordinamento europeo attribuisce all’ESRB il potere di agire (per così dire) *ex officio*, indirizzando atti che - sganciati da procedure di autorizzazione o diniego inerenti l’applicazione di misure macroprudenziali, o di elaborazione di norme vincolanti - possono dar vita a provvedimenti di diverso tipo e ordine gerarchico da parte delle istituzioni e degli Stati membri: in questa seconda ipotesi, la posizione dell’ESRB potrebbe essere assimilabile non già a quella di un’agenzia, o di un comitato di esperti interno a un’agenzia, operante in posizione ancillare rispetto ad altre istituzioni, ma, di fatto, a quella di un’istituzione dell’UE le cui raccomandazioni - pur non esplicando effetti giuridici diretti nei confronti dei destinatari - influenzano il processo decisionale delle corti, contribuendo a delineare il quadro giuridico nel quale il diritto europeo può essere interpretato e, per tale via, ulteriormente rafforzandosi tramite un processo indiretto di *hardening*.

100, «*proceduralization is generally underdeveloped in the adoption of soft law by agencies, but also for some agencies involved in procedures leading to binding (implementing) acts. A further proceduralization would then elaborate the standard against which the Court can scrutinize agencies’ acts under the Artogodan exception. Evidently, a high degree of proceduralization would also allow greater scrutiny by the Court of binding acts, since the Court’s scrutiny is already limited because of the discretion exercised by EU agencies*».

Nondimeno, l'analogia che si è proposta ha un limite concreto non trascurabile, rappresentato dal generale regime di segretezza che connota proprio quest'ultima categoria di misure. In entrambe le ipotesi, infatti, le raccomandazioni o le segnalazioni suddette potranno essere oggetto di considerazione da parte delle corti, siano esse europee o nazionali, solo nei limiti in cui ne siano noti i contenuti. Come visto, si tratta di una circostanza che non sempre si verifica, per le ragioni di riservatezza e opportunità che definiscono il regime di *default* degli atti del Comitato: in definitiva, un tale assetto comporta tanto una diminuzione riflessa dell'effettiva *accountability* della rete regolatoria macroprudenziale, quanto una limitazione sostanziale alla possibilità di compiuta ricostruzione da parte del giudice europeo dell'insieme di fatti e valutazioni sottesi a tutte quelle decisioni e provvedimenti vincolanti che siano assunti da istituzioni e agenzie sovranazionali "a valle" di indirizzi, pareri e raccomandazioni formulati dal Comitato a garanzia della stabilità finanziaria.

5.2 Il sindacato sulla discrezionalità

In che misura valutazioni di carattere tecnico-scientifico refluenti nelle scelte discrezionali delle amministrazioni europee sono soggette a scrutinio giudiziale? I paradigmi giurisprudenziali di carattere generale elaborati a tal riguardo dalla Corte sono idonei a rendere *accountable* le amministrazioni coinvolte nel sistema regolatorio in esame? Quale ruolo può giocare, in prospettiva, il principio di proporzionalità, anche alla luce del rilievo da questo assunto nella più recente giurisprudenza europea relativa alle trasformazioni della *governance* dell'UEM?

L'adozione di misure macroprudenziali e atti regolatori (anche non vincolanti) che ne disciplinino modalità, forme, contenuti e finalità, estrinseca l'esercizio di un'attività amministrativa connotata da due elementi tra loro strettamente correlati: da una parte, l'impiego di un patrimonio di conoscenze riferibili a scienze sociali non esatte; dall'altra, l'applicazione di concetti giuridici indeterminati ⁽³⁷⁵⁾. Il primo elemento si riferisce alla pluralità di saperi di natura economica, finanziaria e statistica che, indirizzando lo studio delle problematiche e dei fallimenti del mercato finanziario, nonché l'analisi degli sviluppi dello stesso in ottica prognostica-anticipatoria, costituiscono il sostrato tecnico-concettuale che informa le decisioni delle amministrazioni coinvolte. Il secondo consta

⁽³⁷⁵⁾ E. GALANTI, *Discrezionalità delle autorità indipendenti e controllo giudiziale*, Banca d'Italia - Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale, no. 64, 2009, 50.

invece della pluralità di clausole generali che, disseminate all'interno della disciplina primaria di riferimento con l'obiettivo di limitare e indirizzare l'azione delle autorità, e definirne i limiti di potere, devono essere "riempite di contenuto" dalle amministrazioni mediante applicazione di quei medesimi saperi tecnici; nell'ambito che ci occupa, attraverso la propria attività regolatoria, queste stabiliranno progressivamente, mediante atti generali o puntuali, cosa debba intendersi per "rischio sistemico", "minaccia alla stabilità finanziaria", o "turbolenze finanziarie diffuse".

Se nella ricostruzione della scienza giuridica e della giurisprudenza italiane tali due elementi richiamano la dicotomia discrezionalità-discrezionalità tecnica e le relative implicazioni processuali in punto di limiti alla giustiziabilità degli atti di amministrazioni e autorità indipendenti ⁽³⁷⁶⁾, nella giurisprudenza delle corti europee essi sembrano rientrare nell'unitaria figura della discrezionalità di istituzioni e organismi ⁽³⁷⁷⁾, sollevando, ai fini del presente elaborato, due problematiche che si assommano a quelle poc'anzi trattate: la

⁽³⁷⁶⁾ In argomento, la letteratura è ovviamente vastissima. I punti problematici del dibattito sono ricostruiti, di recente, in F. CINTIOLI, *Discrezionalità tecnica (diritto amministrativo) (voce)*, Annali II-2, Enc. del dir., Milano, Giuffrè, 2008, 471, il quale sottolinea il collocarsi di tale figura al confine tra diritto sostanziale e diritto processuale e il suo risentire delle parallele elaborazioni dottrinali intorno al concetto di «discrezionalità amministrativa», specie a fronte della nota riflessione di M.S. GIANNINI, *Il potere discrezionale*, cit. Il medesimo A. descrive quindi la figura come forma particolare di discrezionalità nella quale dominano due caratteri: l'esser basata «su regole non giuridiche, ma tecniche», e l'esser basata «su regole non comprovabili in maniera universalmente accettata e, dunque, su regole opinabili» (472). Conformemente a quanto indicato nel testo, l'A. evidenzia quindi come il fenomeno della discrezionalità tecnica «non appartiene né al terreno delle certezze scientifiche né a quello delle certezze giuridiche [...] [e] partecipa della relatività delle conoscenze che è propria delle scienze umanistiche e coinvolge, come suol dirsi, regole desunte da scienze non esatte» (473). Senza pretesa di esaustività, si vedano, in argomento, V. BACHELET, *L'attività tecnica della pubblica amministrazione*, Milano, Giuffrè, 1967; F. LEDDA, *Potere, tecnica e sindacato giudiziario sull'amministrazione pubblica*, in Dir. proc. amm., 1983, 371; C. MARZUOLI, *Potere amministrativo e valutazioni tecniche*, Milano, Giuffrè, 1985; D. DE PRETIS, *Valutazione amministrativa e discrezionalità tecnica*, Cedam, Padova, 1995; F. DENOZZA, *Discrezione e deferenza: il controllo giudiziario sugli atti delle autorità indipendenti "regolatrici"*, in Mercato concorrenza regole, 2000, 471; M. CLARICH, *Le autorità indipendenti tra regole, discrezionalità e controllo giudiziario*, in Foro amm. TAR, 2002, 3858; S. TARULLO, *Discrezionalità tecnica e sindacato giurisdizionale: l'ottica comunitaria ed i profili evolutivi*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2002, 1385; F. MERUSI, *Giustizia amministrativa e autorità indipendenti*, in Annuario AIPDA 2002, Milano, 2003, 175; ID., *Variazioni su tecnica e processo*, in Dir. proc. amm., 2004, 974; A. GIUSTI, *Contributo allo studio di un concetto ancora indeterminato. La discrezionalità tecnica della pubblica amministrazione*, Napoli, ESI, 2007; G.C. SPATTINI, *Le decisioni tecniche dell'amministrazione e il sindacato giurisdizionale*, in Dir. proc. amm., 2011, 133.

⁽³⁷⁷⁾ Al riguardo, CRAIG ha distinto tre diverse modalità in cui il problema della discrezionalità è stato oggetto di considerazione nella giurisprudenza della CGUE. In una prima ipotesi, il tema è emerso laddove «the relevant Treaty article, regulation, directive, or decision states that where certain conditions exist the Commission may take certain actions»; in una seconda classe di casi, invece, il problema della discrezionalità ha intersecato il profilo delle c.d. "clausole generali" menzionate nel testo, venendo in rilievo «broadly framed conditions that have to be established before the duty or power can be exercised at all»; in una terza ipotesi, infine, la discrezionalità è emersa quale strumento per la definizione di priorità di intervento, pur a fronte di norme idonee a vincolare in maniera chiara l'esercizio di un dato potere. Sul punto, P. CRAIG, *EU Administrative law*, cit., 404-405. Sembrano in tal senso significative anche le osservazioni sul punto di F. CINTIOLI, *Discrezionalità tecnica*, cit., 474, il quale ha notato come il fenomeno della discrezionalità tecnica «in altri ordinamenti [...] ha assunto un'etichetta diversa, perché, quando si è affrontato il problema più significativo, vale a dire quello dei limiti al sindacato, si è parlato di controllo giudiziale sui concetti giuridici indeterminati, non di controllo sulla discrezionalità tecnica».

prima riguarda i limiti “costituzionali” alla possibilità di delegare determinati tipi di scelte a organi non previsti dai Trattati e, più in particolare, alle agenzie; la seconda consiste, per l'appunto, nel confine tra discrezionalità amministrativa e ingerenza giudiziale nell'ottica di tutela delle ragioni di chi lamenta illegittime lesioni della propria sfera giuridica, e nell'impiego del principio di proporzionalità quale leva primaria di scrutinio dell'azione delle amministrazioni e delle istituzioni europee.

Quanto al primo versante, preliminare per un corretto inquadramento della tematica, l'ampio dibattito nella scienza giuridica ⁽³⁷⁸⁾ ha preso le mosse dalle due note pronunce della CGUE nei casi *Meroni* ⁽³⁷⁹⁾ e *Romano* ⁽³⁸⁰⁾, per poi confrontarsi con i nuovi sviluppi segnati dalla sentenza *ESMA-Short-selling* ⁽³⁸¹⁾.

La sentenza *Meroni* ha posto un qualche limite a uno sviluppo *qualitativo* delle agenzie europee ⁽³⁸²⁾, sancendo un divieto di delega di scelte discrezionali a organismi non previsti dai Trattati, ancorché si sia trattato di un orientamento in fatti strumentalizzato

⁽³⁷⁸⁾ La dottrina *Meroni* è oggetto di una vastissima letteratura, nella quale sono state offerte prospettive più o meno estese del suo significato concreto e delle sue implicazioni. Per una panoramica completa delle diverse posizioni si veda, su tutti, M. CHAMON, *EU Agencies*, cit., 187-192, che conclude la sua ricognizione del dibattito esistente nella scienza giuridica osservando che «(i) *n* all, seven limits and two applicability conditions have been identified: (i) the *nemo plus iuris* rule, (ii) the rule that delegations should be explicitly provided for, (iii) the rule that only executive, non-discretionary powers may be conferred, (iv) the rule that the delegating authority should continue to supervise the delegate, (v) the rule prescribing that review by the Court should be maintained, (vi) the rule that the balance of powers or the institutional balance may not be upset, and (vii) the rule that the delegation at issue must be necessary for the performance of the tasks assigned to the delegating authority» (191).

⁽³⁷⁹⁾ *IMPRESA MERONI & CO., INDUSTRIE METALLURGICHE S.P.A. c. ALTA AUTORITÀ DELLA COMUNITÀ EUROPEA DEL CARBONE E DELL'ACCIAIO*, cause C-9/26 e C-10/56, sentenze della Corte del 13 giugno 1958.

⁽³⁸⁰⁾ *GIUSEPPE ROMANO e INSTITUT NATIONAL D'ASSURANCE MALADIE-INVALIDITÉ (INAMI)*, causa C-98/80, sentenza della Corte del 14 maggio 1981; cfr., in particolare, il § 20, ove si affermava che «il Consiglio non può conferire ad un organo come la Commissione amministrativa il potere di adottare atti di carattere normativo. Una decisione della Commissione amministrativa, pur potendo fornire un aiuto agli enti previdenziali incaricati di applicare il diritto comunitario in questo campo, non è tale da obbligare detti enti a seguire determinati metodi o ad adottare determinate interpretazioni quando procedono all'applicazione delle norme comunitarie».

⁽³⁸¹⁾ *REGNO UNITO DI GRAN BRETAGNA E IRLANDA DEL NORD c. PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA*, causa C-270/12, sentenza della Corte del 22 gennaio 2014. Anteriormente a tale pronuncia non sono mancate “riconferme” della posizione espressa nei due casi citati nel testo; un esempio spesso citato è dato dai casi *THE QUEEN, EX PARTE ALLIANCE FOR NATURAL HEALTH e NUTRI-LINK LTD c. SECRETARY OF STATE FOR HEALTH e THE QUEEN, EX PARTE NATIONAL ASSOCIATION OF HEALTH STORES e HEALTH FOOD MANUFACTURERS LTD c. SECRETARY OF STATE FOR HEALTH e NATIONAL ASSEMBLY FOR WALES*, cause riunite C-154/04 e C-155/04, sentenza della Corte del 12 luglio 2005; *TRALLI c. ECB*, causa C-301/02, sentenza della Corte del 26 maggio 2005.

⁽³⁸²⁾ E non certo a uno sviluppo *quantitativo* del fenomeno dell'*agencification*, unanimemente riconosciuto dalla scienza giuridica europea come uno dei più significativi sviluppi dell'amministrazione europea. Nella vasta letteratura sul fenomeno dell'*agencification* nelle sue “ondate” progressive si vedano almeno, E. CHITI, *An important part of the EU's institutional machinery: features, problems and perspectives of European agencies*, in *Common Market Law Review*, 2009, 1395; M. BUSUIOC, M. GROENLEER, J. TRONDAL (a cura di), *The agency phenomenon in the European Union: Emergence, institutionalization and everyday decision-making*, Manchester, Manchester University Press, 2012, spec. 105 ss.; M. BUSUIOC, *European Agencies*, cit., 13 ss.; M. CHAMON, *EU Agencies*, cit., 45 ss.

dalla Commissione al fine di assicurare il mantenimento di un certo *status quo* nell'ordine organizzativo dell'amministrazione europea ⁽³⁸³⁾. Tuttavia, nella sua più recente rilettura dei principi a suo tempo affermati, la Corte ha in parte circoscritto la portata di tali limiti. Nel caso *ESMA-Short-selling*, i giudici di Lussemburgo hanno notato che la decisione *Meroni* aveva *essenzialmente* inteso evidenziare che «*le conseguenze scaturenti da una delega di poteri sono molto diverse a seconda che essa riguardi, da un lato, poteri di esecuzione nettamente circoscritti e il cui esercizio, per tale ragione, è soggetto a un controllo rigoroso in base a criteri oggettivi stabiliti dall'autorità delegante, oppure, dall'altro, un "potere discrezionale che comporti una ampia libertà di valutazione ed atto ad esprimere, con l'uso che ne viene fatto, una politica economica vera e propria"*», ritenendosi illegittima solo la seconda forma di delega. Per altro verso, la Corte ha valorizzato diversi elementi della disciplina sostanziale di riferimento atti a delimitare il campo d'azione dell'ESMA e a configurarne i rispettivi poteri «*in modo preciso*», per tale via considerando non occorsa l'attribuzione «*di un "vero potere discrezionale" incompatibile con il [TFUE]*» ⁽³⁸⁴⁾.

Ma vi è di più. Nella stessa sentenza, infatti, la Corte ha sottolineato l'importanza della stabilità finanziaria quale elemento di ulteriore legittimazione del conferimento di estese competenze alle agenzie. Le attribuzioni dell'ESMA oggetto della controversia sono state infatti inquadrare nel complessivo ambito degli «*strumenti di regolamentazione adottati dal legislatore dell'Unione affinché quest'ultima, tenuto conto dell'integrazione dei mercati finanziari internazionali e del rischio di contagio delle crisi finanziarie, possa operare in favore della stabilità finanziaria internazionale*»; il loro fondamento andrebbe allora più correttamente ricercato non già nelle specifiche norme del Trattato che regolano la delega di poteri alla Commissione (artt. 290 e 291), inconferenti nella specie, ma nella «*pluralità di atti normativi adottati dall'UE al fine di garantire la stabilità finanziaria*» ⁽³⁸⁵⁾.

Date tali coordinate interpretative, il caso della rete di vigilanza macroprudenziale si presenta a suo modo peculiare per due ragioni. Per un verso, al suo centro si colloca una figura che, come si è avuto modo di evidenziare, non rientra in maniera netta nello

⁽³⁸³⁾ G. MAJONE, *The Credibility Crisis of Community Regulation*, in *Journal of Common Market Studies*, 273, 300; R. DEHOUSSE, *Misfits: EU Law and the Transformation of European Governance*, Jean Monnet Working Paper, 2, 2002, 13; M. BUSUIOC, *European Agencies*, cit., 19. Al riguardo, comunque, CHAMON ha osservato come, tra gli anni Sessanta e Settanta, la dottrina *Meroni* «*had been viewed as paralyzing the further institutional development of the Communities*»; M. CHAMON, *EU Agencies*, cit., 186.

⁽³⁸⁴⁾ REGNO UNITO DI GRAN BRETAGNA E IRLANDA DEL NORD c. PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, causa C-270/12, cit., spec. § 40-54. La portata delle conclusioni di tale sentenza è comunque particolarmente dibattuta; si vedano, tra gli altri, M. DE BELLIS, *I poteri di intervento dell'Esma sulle vendite allo scoperto*, in *Giorn. dir. amm.*, 2015, 689; M. CHAMON, *EU Agencies*, cit., 242-248.

⁽³⁸⁵⁾ In questi termini, M. DE BELLIS, *I poteri di intervento*, cit., 700.

schema-tipo delle agenzie (anche di nuova generazione), e non dispone di poteri *vincolanti*, ciò consentendole di sfuggire (doppiamente) alle maglie delle varie (e anche più restrittive) letture della dottrina *Meroni*. Per altro verso, alla luce dell'orientamento espresso dalla Corte in *ESMA-Short-selling*, le attribuzioni al suo interno spettanti all'EBA, come all'ESRB, ben potrebbero trovare autonomo fondamento e piena copertura nell'intricato complesso di interventi normativi indirizzati al rafforzamento della stabilità finanziaria adottati dal legislatore europeo in esito alla crisi globale, di fatto prevenendo contestazioni in merito alla legittimità della “delega” resa o dell'ampiezza della medesima.

Sulla base di tali considerazioni, la questione intorno all'ingerenza sostanziale delle corti in scelte discrezionali delle autorità coinvolte nella rete in esame assume rilievo cruciale, posto che, per le ragioni anzidette, i margini di esercizio di un sindacato intrusivo sull'*an* dei poteri “delegati” viene, nei fatti, riducendosi. Per un inquadramento di tale seconda problematica, allora, l'analogia più agevole da sviluppare alla luce della descritta contiguità tra potestà regolatorie macroprudenziali e definizione della politica monetaria suggerisce di prendere le mosse dalla pronuncia della CGUE nel caso *Gauweiler* ⁽³⁸⁶⁾ e dalla

⁽³⁸⁶⁾ P. GAUWEILER ET AL. c. DEUTSCHER BUNDESTAG, causa C-62/14, sentenza della Corte del 16 giugno 2015 sulla domanda di pronuncia pregiudiziale proposta dal Bundesverfassungsgericht. La domanda di pronuncia pregiudiziale cui la Corte ha dato riscontro verteva sulla validità delle decisioni del Consiglio direttivo della BCE, del 6 settembre 2012, relative a una serie di caratteristiche tecniche delle operazioni monetarie OMT dell'Eurosistema sui mercati secondari del debito sovrano, nonché sull'interpretazione degli articoli 119, 123 e 127 del TFUE, e degli articoli 17-24 dello Statuto del SEBC e della BCE. Come ampiamente noto, la domanda pregiudiziale derivava da vari procedimenti su ricorso per esame di costituzionalità e di un procedimento per conflitto di attribuzioni contributo fornito dalla Deutsche Bundesbank (Banca centrale federale tedesca) all'attuazione delle suddette decisioni, nonché sull'asserita inerzia della Bundesregierung e del Deutscher Bundestag rispetto a tali decisioni. In particolare, la Corte costituzionale federale tedesca aveva sottoposto alla Corte le seguenti questioni pregiudiziali: «1) a) *Se la decisione del Consiglio direttivo della BCE del 6 settembre 2012 in materia di Caratteristiche tecniche delle Operazioni definitive monetarie sia incompatibile con gli articoli 119 TFUE e 127, paragrafi 1 e 2, TFUE, nonché con gli articoli da 17 a 24 del Protocollo sul SEBC e sulla BCE, per il fatto che essa travalica il mandato conferito dalle norme suddette alla BCE ai fini della politica monetaria e invade la sfera di competenza degli Stati membri. Se si configuri un travalicamento del mandato conferito alla BCE a motivo del fatto, in particolare, che la decisione del Consiglio direttivo di quest'ultima del 6 settembre 2012: i) istituisce un collegamento con programmi di assistenza in materia politico-economica del FESF o del MES (condizionalità); ii) prevede l'acquisto di titoli di Stato soltanto di singoli Stati membri (selettività); iii) prevede l'acquisto di titoli di Stato dei paesi beneficiari di un programma di intervento in aggiunta ai programmi di assistenza del FESF o del MES (parallelismo); iv) potrebbe aggirare i limiti e le condizioni dei programmi di assistenza del FESF o del MES (aggiramento). b) Se la decisione del Consiglio direttivo della BCE del 6 settembre 2012 in materia di Caratteristiche tecniche delle Operazioni definitive monetarie sia incompatibile con il divieto di finanziamento monetario dei bilanci pubblici sancito dall'articolo 123 TFUE. Se alla compatibilità con l'articolo 123 TFUE osti in particolare il fatto che la decisione del Consiglio direttivo della BCE del 6 settembre 2012: i) non prevede un limite quantitativo per l'acquisto di titoli di Stato (volume); ii) non prevede uno stacco temporale tra l'emissione di titoli di Stato sul mercato primario e il loro acquisto sul mercato secondario ad opera del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) (formazione del prezzo di mercato); iii) consente che tutti i titoli di Stato acquistati vengano tenuti fino alla scadenza (interferenza nelle logiche di mercato); iv) non prevede requisiti specifici quanto all'affidabilità dei titoli di Stato da acquistare (rischio di perdite); v) prevede una parità di trattamento del SEBC rispetto ai titolari privati e ad altri titolari di titoli di Stato (taglio del debito). 2) In subordine, per il caso o in cui la Corte di giustizia dovesse considerare che la decisione del Consiglio direttivo della BCE del 6 settembre 2012 in materia di Caratteristiche tecniche delle Operazioni monetarie definitive, quale atto di un'istituzione dell'Unione europea, non può*

più recente decisione adottata nel caso *Weiss* ⁽³⁸⁷⁾, in parte analogo: entrambe le sentenze appaiono infatti utili a verificare in che termini la corte europea interpreta il proprio ruolo

*costituire valido oggetto di una domanda ai sensi dell'articolo 267, primo comma, lettera b), TFUE, si chiede: a) Se gli articoli 119 TFUE e 127 TFUE, nonché gli articoli da 17 a 24 del Protocollo sul SEBC e sulla BCE, debbano essere interpretati nel senso che consentono all'Eurosistema, in via alternativa o cumulativa: i) di subordinare l'acquisto di titoli di Stato all'esistenza e al rispetto di programmi di assistenza in materia politico-economica del FESF o del MES (condizionalità); ii) di acquistare titoli di Stato soltanto di singoli Stati membri (selettività); iii) di acquistare titoli di Stato di paesi beneficiari di un programma di intervento in aggiunta ai programmi di assistenza del FESF o del MES (parallelismo); iv) di aggirare i limiti e le condizioni dei programmi di assistenza del FESF o del MES (aggiramento). b) Se l'articolo 123 TFUE, alla luce del divieto di finanziamento monetario dei bilanci pubblici, debba essere interpretato nel senso che all'Eurosistema è consentito, in via alternativa o cumulativa: i) acquistare titoli di Stato senza limite quantitativo (volume); ii) acquistare titoli di Stato senza uno stacco temporale minimo dalla loro emissione sul mercato primario (formazione del prezzo di mercato); iii) tenere fino alla scadenza tutti i titoli di Stato acquistati (interferenza nelle logiche di mercato); iv) acquistare titoli di Stato senza alcun requisito minimo di affidabilità (rischio di perdite); v) accettare una parità di trattamento del SEBC rispetto ai titolari privati e ad altri titolari di titoli di Stato (taglio del debito); vi) influire sulla formazione del prezzo mediante la divulgazione di progetti di acquisto o altra modalità in collegamento temporale con l'emissione di titoli di Stato da parte di Stati membri della zona euro (incitamento all'acquisto delle nuove emissioni)». Sulla decisione in questione esiste già una copiosa letteratura; senza pretesa di esaustività si vedano almeno A. CARDONE, *L'obliterazione dello stato di crisi: la Corte Ue ri(con)duce le misure "non convenzionali" della BCE al diritto "ordinario" dei Trattati*, in *Giur. cost.*, 2015, 1533; D. ADAMSKI, *Economic Constitution of the Euro Area after the Gauweiler Preliminary Ruling*, in *Common Market Law Review*, 2015, 1451; V. BORGER, *Outright Monetary Transactions and the Stability Mandate of the ECB: Gauweiler*, in *Common Market Law Review*, 2016, 139; P. FARAGUNA, *La saga OMT: il diritto all'ultima parola tra Corte di giustizia e tribunali costituzionali*, in *Giur. cost.*, 2017, 567; G. CONTALDI, *L'evoluzione dei poteri della Banca centrale europea*, in E. TRIGGIANI, F. CHERUBINI, I. INGRAVALLO, E. NALIN, R. VIRZO (a cura di), *Dialoghi con Ugo Villani*, Bari, Cacucci Editore, 2017, 531.*

⁽³⁸⁷⁾ H. WEISS ET AL., causa C-493/17, sentenza della Corte dell'11 dicembre 2018 sulla domanda di pronuncia pregiudiziale proposta dal Bundesverfassungsgericht relativa alla decisione (UE) 2015/774 della BCE, del 4 marzo 2015, su un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari, come modificata dalla decisione (UE) 2017/100 della BCE, dell'11 gennaio 2017. Analogamente agli interrogativi sollevati in *Gauweiler*, la Corte costituzionale federale tedesca aveva sollevato i seguenti quesiti pregiudiziali: «1) Se la decisione (...) 2015/774 (...) – come modificata (...) dalla decisione 2016/702 (...) – ovvero le modalità di esecuzione della decisione sopra citata, violino l'articolo 123, paragrafo 1, TFUE. Se violi, in particolare, l'articolo 123, paragrafo 1, TFUE il fatto che, nell'ambito del Programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari (PSPP), a) determinati dettagli sugli acquisti siano comunicati in modo tale da far nascere nei mercati la certezza di fatto che l'Eurosistema acquisterà in parte i titoli che saranno emessi dagli Stati membri; b) non sia reso noto, nemmeno a posteriori, alcun dettaglio relativo al rispetto di termini minimi tra l'emissione di uno strumento di debito sul mercato primario e il suo acquisto sul mercato secondario, di modo che non è possibile un controllo giudiziale a tale riguardo; c) tutti i titoli acquistati non siano nuovamente venduti, bensì vengano detenuti sino alla scadenza finale e siano quindi sottratti al mercato; d) l'Eurosistema acquisti titoli di debito negoziabili nominali con un tasso di rendimento a scadenza negativo. 2) Se la decisione di cui alla [prima questione] violi comunque l'articolo 123 TFUE nel caso in cui, a causa del cambiamento delle condizioni sui mercati finanziari, e in particolare a seguito di una riduzione della disponibilità di titoli di debito acquistabili, il proseguimento della sua esecuzione richieda un costante allentamento delle regole di acquisto originarie e i limiti stabiliti dalla giurisprudenza della Corte di giustizia per un programma di acquisto di titoli, come quello rappresentato dal PSPP, perdano la loro efficacia. 3) Se la decisione (...) 2015/774 (...), nella versione attualmente in vigore, (...) violi l'articolo 119 TFUE e l'articolo 127, paragrafi 1 e 2, TFUE nonché gli articoli da 17 a 24 del Protocollo [sul SEBC e sulla BCE], per il fatto che essa travalica il mandato conferito dalle suddette norme alla BCE ai fini della politica monetaria, invadendo pertanto la sfera di competenza degli Stati membri. Se si configuri un travalicamento del mandato conferito alla BCE a motivo, in particolare, del fatto che: a) la decisione di cui alla [prima questione] influisce in modo rilevante sulle condizioni di rifinanziamento degli Stati membri, a causa del volume del PSPP, che alla data del 12 maggio 2017 ammontava a 1 534,8 miliardi di euro; b) la decisione di cui alla [prima questione], in considerazione del miglioramento delle condizioni di rifinanziamento degli Stati membri menzionato alla lettera a) e dei suoi effetti sulle banche commerciali, non solo ha conseguenze politico-economiche indirette, bensì i suoi effetti oggettivamente accertabili indicano che la finalità politico-economica del programma si pone quantomeno sullo stesso piano rispetto alla finalità di politica monetaria; c) la decisione di cui alla [prima questione] viola il principio di proporzionalità in ragione del suo forte impatto politico-economico; d) a causa della mancanza di una motivazione specifica, la decisione di cui alla [prima questione] non può essere verificata sotto il profilo del *persi stère* della sua necessità e proporzionalità nel corso della sua esecuzione, che si protrae da oltre due anni. 4) Se la decisione di cui alla

a fronte di esigenze di sindacato di valutazioni connotate da alta complessità tecnica rimesse alla sfera di pertinenza delle istituzioni economiche europee.

Mutuando la terminologia dal sistema di *judicial review* statunitense, può da subito preliminarmente evidenziarsi che, in entrambi i casi, la CGUE ha indubbiamente mostrato *high deference* verso le scelte operate dalla BCE circa la predisposizione di strumenti non convenzionali di politica monetaria, oltre che delle ragioni e motivazioni a questi sottostanti. In quest'ottica, un passaggio-chiave dell'*iter* argomentativo sviluppato dalla Corte in entrambe le vicende si rintraccia nel riferimento al principio di proporzionalità e alla possibilità di riconoscere o meno un «*ampio potere discrezionale*» all'istituzione interessata. Sotto il primo versante, la Corte ha rimarcato che gli atti delle *istituzioni* dell'UE devono essere idonei a realizzare i legittimi obiettivi perseguiti dalla normativa rilevante e che non devono eccedere i limiti di quanto sia necessario per raggiungere gli stessi ⁽³⁸⁸⁾; sotto il secondo versante, invece, poiché nell'elaborazione e attuazione delle operazioni di mercato il SEBC è chiamato a «*procedere a scelte di natura tecnica e ad effettuare previsioni e valutazioni complesse*», la Corte ha ritenuto necessario «*riconoscergli [...] un ampio potere discrezionale*» ⁽³⁸⁹⁾. Se da tale passaggio si deduce che il sindacato “sostanziale” si arresta alla soglia della constatazione della complessità di previsioni e valutazioni in gioco, la Corte ha sottolineato che, proprio in tali ipotesi, occorre valutare se l'istituzione in questione abbia esaminato, «*in modo accurato e imparziale, tutti gli elementi pertinenti della situazione di cui trattasi*» e motivato in modo sufficiente le proprie decisioni «*alla luce non soltanto del tenore letterale dell'atto, ma anche del suo contesto e dell'insieme delle norme giuridiche che disciplinano la materia in questione*» ⁽³⁹⁰⁾.

[*prima questione*] violi in ogni caso gli articoli 119 e 127, paragrafi 1 e 2, TFUE, nonché gli articoli da 17 a 24 del Protocollo [sul SEBC e sulla BCE], per il fatto che il suo volume, la sua esecuzione che si protrae da oltre due anni, e i risultanti effetti politico-economici danno adito a un diverso modo di considerare la necessità e la proporzionalità del PSPP, e che pertanto detta decisione, a partire da un certo momento, rappresenta un travalicamento del mandato politico monetario della Banca centrale europea. 5) Se l'illimitata ripartizione dei rischi tra le banche centrali nazionali dell'Eurosistema in caso di perdite concernenti titoli delle amministrazioni centrali e degli emittenti ad esse parificati, forse instaurata dalla decisione di cui alla [*prima questione*], violi gli articoli 123 e 125 TFUE, nonché l'articolo 4, paragrafo 2, del TUE, qualora essa possa comportare la necessità di una ricapitalizzazione di banche centrali nazionali tramite fondi di bilancio».

⁽³⁸⁸⁾ P. GAUWEILER ET AL., cit., §67.

⁽³⁸⁹⁾ IBID, § 68, e la giurisprudenza ivi citata.

⁽³⁹⁰⁾ GAUWEILER, cit., § 69-70. Su questa scia, in *Weiss* la Corte sviluppa il proprio *iter* argomentativo a partire dall'ampiezza dell'obbligo di motivazione in relazione ad atti destinati a un'applicazione generale, riconoscendo che, laddove l'obiettivo perseguito dall'istituzione procedente emerga nelle sue linee essenziali, per ciascuna delle scelte tecniche operate «*non può richiedersi una motivazione specifica*», dovendosi appunto valutare non soltanto il tenore letterale dell'atto, ma anche il suo contesto e l'insieme delle norme giuridiche di riferimento. WEISS ET AL., cit., § 31-33. In tale occasione si noti che la Corte ha esteso in maniera ampia la valenza del contesto di riferimento dal quale fosse possibile desumere il contenuto delle motivazioni sottostanti l'adozione delle misure di politica monetaria oggetto del rinvio pregiudiziale,

In *Weiss*, i giudici europei hanno quindi cura di ribadire che spetta alla Corte garantire mediante il proprio controllo giurisdizionale il rispetto del principio di attribuzione a fronte dell'esercizio, da parte del SEBC, delle competenze a esso conferite dal Trattato in materia di politica monetaria mediante l'adozione di specifiche misure. Tale valutazione si fonda su due parametri: l'uno è rappresentato dal giudizio concernente la correlazione tra mezzi e obiettivi, che insiste cioè sul rapporto tra gli strumenti in concreto attuati e le finalità perseguite; l'altro è invece individuato nel sindacato sul rispetto del principio di proporzionalità, inteso nella declinazione bifasica di idoneità e necessità delle misure rispetto agli obiettivi stabiliti dalla normativa di riferimento ⁽³⁹¹⁾.

Sotto il profilo dell'idoneità in ordine alla realizzazione degli obiettivi normativi, sia in *Gauweiler* che in *Weiss*, il test sviluppato dalla Corte mira a vagliare se o meno sussista un «*manifesto errore di valutazione*» alla luce degli elementi resi noti dall'istituzione precedente mediante la motivazione - pur nell'accezione estesa sopra ricordata. Valorizzando il contenuto degli atti preparatori delle decisioni in questione, già nel caso *Gauweiler* la Corte ha rimarcato che il carattere controverso delle misure e l'esistenza di contestazioni tecnico-scientifiche non sono elementi di per sé soli sufficienti a integrare tale vizio di legittimità, osservato che, in circostanze come quelle in cui vengano in rilievo complesse ponderazioni, altro non può esigersi dall'amministrazione (e, in specie, dal SEBC) che «*l'utilizzazione delle sue conoscenze specialistiche in campo economico e dei mezzi tecnici necessari di cui esso dispone al fine di effettuare la medesima analisi con la diligenza e la precisione necessarie*». Il limite ultimo del sindacato è quindi dato dalla verifica in ordine alla coerenza tra le azioni dell'amministrazione e gli obiettivi dichiaratamente perseguiti o indicati dalla legislazione di riferimento: impiegando una tecnica argomentativa che richiama proprio quella dei limiti fattuali atti a circoscrivere la portata della "discrezionalità delegata" alle agenzie quale declinazione concreta del principio di proporzionalità, la Corte ha messo in rilievo circostanze e criteri cui la decisione della BCE e la sua concreta esecuzione erano in concreto assoggettate, elementi, questi, a loro volta sufficienti a far ritenere inviolata la *no-bailout clause* dell'art. 123(1) del TFUE.

richiamando una eterogenea pluralità di atti e dichiarazioni, comprese conferenze stampa del presidente della BCE (si veda, ad es., § 39), in cui erano stati manifestati gli orientamenti di *policy* della banca centrale e le valutazioni da questa compiute in ordine all'andamento dell'inflazione.

⁽³⁹¹⁾ IBID, spec. § 72, ove la Corte esplicitamente ribadisce che «(i) *Il principio di proporzionalità esige, per consolidata giurisprudenza della Corte, che gli atti delle istituzioni dell'Unione siano idonei a garantire la realizzazione dei legittimi obiettivi perseguiti dalla normativa in questione e non vadano oltre quanto è necessario per raggiungere questi obiettivi*».

Anche sotto il versante della necessarietà, la valutazione della Corte si arresta al vaglio di un eventuale, manifesto travalicamento dell'ambito e della portata delle misure rispetto agli obiettivi. In *Weiss*, la Corte svolge al riguardo tre considerazioni particolarmente significative: in primo luogo, e in assenza di elementi idonei a smentire quanto in tal senso affermato dalla BCE, nega che l'obiettivo perseguito dal SEBC avrebbe potuto essere realizzato mediante altre misure di politica monetaria implicanti un'azione più limitata dell'Eurosistema; in secondo luogo, la Corte stressa la portata circoscritta e i limiti condizionali del programma controverso, valorizzando anche il continuo aggiornamento delle valutazioni tecniche sottese alle successive decisioni relative alla sua prosecuzione; infine, si sottolinea il compimento - da parte del SEBC - di un'adeguata comparazione dei diversi elementi in gioco, data la definizione di misure destinate a circoscrivere e contenere il rischio di perdite per l'Eurosistema intrinsecamente correlato all'esecuzione di operazioni della specie, e, pertanto, tali da non dar luogo a «*inconvenienti manifestamente sproporzionati rispetto all'obiettivo perseguito*»⁽³⁹²⁾.

La giurisprudenza così brevemente analizzata mostra come la Corte europea, confrontandosi con problematiche afferenti alla discrezionalità rimessa alle istituzioni europee nell'esercizio di specifiche attribuzioni comportanti complesse valutazioni tecniche, ricorra al *test* del «*manifest error of assessment*» elaborato in *Pfizer*⁽³⁹³⁾, senza però accedere a una visione che esplicitamente imponga lo sviluppo di un'apposita analisi costi-benefici da parte dell'istituzione procedente. In *Pfizer*, il Tribunale aveva fornito una serie di importanti indicazioni in merito allo «*scope of judicial review*», consolidando ed espandendo gli indirizzi di una giurisprudenza sviluppatasi con riferimento alla politica agricola comune. La corte aveva già allora notato che, in tale ambito, le istituzioni dispongono di «*un ampio potere discrezionale per quanto riguarda la definizione degli scopi perseguiti e la scelta degli opportuni strumenti d'azione*», ciò imponendo di verificare (solo) se l'esercizio dello stesso «*non sia viziato da errore manifesto o da sviamento di potere, o ancora se le istituzioni comunitarie non abbiano palesemente oltrepassato i limiti del loro potere discrezionale*». Per tale via, il Tribunale aveva instaurato una sorta di corrispondenza biunivoca tra complessità delle valutazioni sottese all'esercizio della funzione amministrativa interessata e grado di discrezionalità spettante all'amministrazione nella valutazione degli elementi di fatto fondanti una certa decisione,

⁽³⁹²⁾ IBID, § 93 ss.

⁽³⁹³⁾ PFIZER ANIMAL HEALTH SA ET AL. c. CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, causa T-13/99, sentenza del Tribunale dell'11 settembre 2002. Si veda, in argomento, P. CRAIG, *EU Administrative Law*, cit., 416 ss.

affermando che, in tali circostanze, il giudice non può sostituire il proprio apprezzamento degli elementi di fatto a quello delle istituzioni preposte.

Ma se in *Pfizer*, come in altri precedenti e successivi casi non dissimili ⁽³⁹⁴⁾, l'architettura di tale "sindacato ristretto" consiste nella verifica del rispetto delle garanzie procedurali da parte dell'amministrazione, ovvero dell'effettivo svolgimento «*di una valutazione scientifica dei rischi il più esaustiva possibile, sulla base di pareri scientifici fondati sui principi dell'eccellenza, della trasparenza e dell'indipendenza*» ⁽³⁹⁵⁾, in *Gauweiler* e in *Weiss* l'accento sembra spostarsi sul corretto impiego, da parte dell'autorità, delle conoscenze tecniche *proprie* e, ai fini della loro *discovery*, delle motivazioni addotte ⁽³⁹⁶⁾: in tal modo, la Corte valorizza indirettamente la legittimazione *par expertise* dell'apparato amministrativo agente, soffermandosi poi sul pieno rispetto, da parte di quest'ultimo, del principio di proporzionalità. Nel caso della politica monetaria una tale prospettiva è giustificata dall'inerente impossibilità o finanche "inconcepibilità" di accedere a forme "partecipate" di esercizio di un tale potere, monopolio autonomo delle banche centrali a salvaguardia del valore del metro monetario. Per contro, il sistema a rete della regolazione macroprudenziale presenta ambiguità e vuoti di trasparenza che, sostanziandosi anche in limitati meccanismi di partecipazione *esterni* alla rete dato il preponderante peso di forme di controllo *interne*, potrebbero inficiare la possibilità effettiva per il giudice comunitario di constatare, in numerosi frangenti, il generale rispetto «*delle garanzie offerte dall'ordinamento giuridico comunitario*» ⁽³⁹⁷⁾, e di condurre quindi a compimento il *test* di proporzionalità. Sotto quest'ultimo profilo, poi, l'opacità che più volte si è detto contraddistingue il regime degli atti e delle raccomandazioni di cui si compone la vigilanza macroprudenziale, costituisce un limite intrinseco alla possibilità per le corti di accedere a valutazioni compiute e consapevoli: nella maggior parte dei casi, sarà infatti preclusa alle corti una qualsiasi verifica tanto sull'esistenza di possibili misure alternative idonee a salvaguardare la stabilità finanziaria con minore sacrificio degli interessi coinvolti, quanto sulle effettive ragioni che suffraghino l'idoneità e la necessità delle misure adottate, eventualmente anche a valle di raccomandazioni non note, rispetto agli obiettivi regolatori dati.

⁽³⁹⁴⁾ Si veda, per tutti, TECHNISCHE UNIVERSITÄT MÜNCHEN e HAUPTZOLLAMT MÜNCHEN-MITTE, causa C-269/90, sentenza della Corte del 21 novembre 1991.

⁽³⁹⁵⁾ PFIZER, cit., § 172.

⁽³⁹⁶⁾ Come notato da CRAIG, «(t)he connection between process and substance is apparent [...] in relation to reasons. Thus, the rationale for the obligation to give reasons is in part that it will enable the courts to determine whether the administration acted for improper purposes or took irrelevant considerations into account when reaching its decisions»; P. CRAIG, *EU Administrative Law*, cit., 443.

⁽³⁹⁷⁾ TECHNISCHE, cit., § 14.

6. Osservazioni conclusive

Le risposte date nell'ultimo decennio alle sfide e agli interrogativi della crisi globale hanno mutato il volto costituzionale e amministrativo dell'UE. Il pluridecennale processo di integrazione economica, monetaria e finanziaria ha segnato l'infittirsi e il trasformarsi *by trial and error* della rete di governo delle relazioni economiche. Nel particolare scenario della regolazione finanziaria, la moltiplicazione degli strumenti e delle tecniche di coordinamento ha determinato, da ultimo, la creazione di una nuova generazione di agenzie e l'accentramento di estese competenze di regolazione e controllo, in un composito sistema a rete che si compone di un pilastro micro- e di un pilastro macro-.

La costituzione di una rete regolatoria macroprudenziale è parte, quindi, di un progressivo e più ampio processo di accentramento della funzione di protezione della stabilità finanziaria nell'Unione. Tra accelerazioni e decelerazioni, questo è venuto sviluppandosi attraverso l'introduzione di una moneta comune e di un sistema integrato di banche centrali, l'espandersi e diffondersi di tecniche e meccanismi di coordinamento e convergenza delle politiche economiche, fiscali e di bilancio degli Stati membri, l'affinamento e la condivisione sempre più stretta dei poteri di regolazione e vigilanza sul sistema finanziario, infine sfociati nella creazione di un'unione bancaria. In tale contesto, l'approccio regolatorio macroprudenziale si confronta, quindi, con un'architettura istituzionale incompleta, frastagliata e plurale, con il permanere di aree di non piena armonizzazione delle misure sostanziali, e con dislivelli nell'integrazione finanziaria ed economica potenzialmente capaci di generare asimmetrie e asincronie nel distribuirsi e verificarsi di rischi sistemici.

Poste tali basi, l'analisi sviluppata all'interno di questo capitolo ha evidenziato come l'equilibrio della *governance* amministrativa della rete regolatoria macroprudenziale europea intende essenzialmente contemperare due obiettivi: da un lato, quello di prevenire rischi per la stabilità finanziaria determinati da sviluppi endogeni del sistema finanziario capaci di generare *shock* per l'economia in genere; dall'altro, quello di impedire un impiego distorto delle misure macroprudenziali da parte delle autorità nazionali che riverberi sul mercato unico. Dalla combinazione di tali esigenze è derivata un'architettura burocratica estremamente composita, che offre un ottimo punto di osservazione per una riflessione sui caratteri generali delle reti amministrative, sulle tecniche di integrazione che vanno emergendo nel sistema amministrativo dell'UE, e sui modi in cui il loro operato è soggetto a controllo. L'amministrazione macroprudenziale europea consta, infatti, di una rete in

cui poli sovranazionali e nazionali, portatori di interessi non sempre omogenei, sono funzionalmente integrati attraverso varie tecniche organizzative e procedurali, muovendosi, agendo e interagendo in un sostrato sostanziale di atti vincolanti e non vincolanti. Al centro di tale rete si colloca una peculiare figura di composizione: un comitato indipendente ma non assimilabile né alle agenzie tradizionali né a quelle di nuova generazione, dominato dalle banche centrali, strettamente legato, dal punto di vista rappresentativo e funzionale, alla BCE, dotato di una vasta gamma di poteri di controllo e indirizzo che si estrinsecano in atti non vincolanti o prodromici all'adozione di misure cogenti da parte delle altre autorità, e, infine, (problematicamente) posto all'intersezione delle molteplici varianti e componenti della stabilità finanziaria europea.

Un ruolo di primo piano è altresì giocato dalla BCE, che svolge funzioni correlate alla prevenzione del rischio sistemico e alla tutela della stabilità finanziaria in una triplice veste, aggiuntiva rispetto alla conduzione della politica monetaria: in quanto istituzione che fornisce all'ESRB il supporto di tipo tecnico-segretariale per l'esercizio delle competenze di quest'ultimo; quale autorità competente all'applicazione di alcune tipologie di misure macroprudenziali armonizzate nel quadro del MVU, nonché posta allo snodo dell'adozione di misure analoghe da parte delle autorità nazionali; quale autorità incaricata di esercitare ulteriori compiti che contribuiscono alla complessiva stabilità finanziaria, tra cui la supervisione sui sistemi di pagamento e l'avvio delle procedure di risoluzione degli enti creditizi ricompresi nel MRU.

A livello nazionale, infine, le competenze macroprudenziali sono attribuite secondo articolazioni che danno a loro volta luogo a una tassonomia variegata di modalità organizzative, comprendendo alternativamente comitati che replicano il modello dell'ESRB, banche centrali, o ministeri economici. Nel caso italiano, una soluzione temporanea ha comportato l'attribuzione alla Banca d'Italia delle competenze macroprudenziali derivanti dall'implementazione del Single Rulebook; in prospettiva, una figura organizzativa composita guidata dalla banca centrale fungerà da raccordo con il piano europeo, di fatto poco o nulla mutando rispetto agli equilibri correnti.

Riflettendo inevitabilmente il carattere composito di tale architettura istituzionale, le procedure di *policy-making* e *policy-implementation* combinano accentramento e decentramento, facendo leva su tecniche di coordinamento preventivo il cui eventuale malfunzionamento può comportare la devoluzione della competenza decisoria finale alla Commissione o al Consiglio. A tal fine, il legislatore europeo ha fatto ricorso a una serie

di strumenti che vanno dall'impiego della *peer review* tra le autorità, a un regime di *comply or explain*, alla previsione di un vero potere di veto in capo alle istituzioni politiche sovranazionali con il supporto tecnico dell'ESRB. La complessità di tali meccanismi conferma come le interazioni all'interno della rete siano informate all'obiettivo di prevenire che misure nazionali tese a contenere (veri o presunti) rischi sistemici ostacolino il buon funzionamento del mercato unico. Se il carattere quasi barocco di alcuni di questi processi rischia di limitarne l'efficacia e disincentivare la tempestività degli interventi da parte delle autorità nazionali, è parimenti evidente come il vaglio definitivo delle istituzioni politiche, evidenziando un'*escalation* delle tematiche controverse, ne ridimensiona drasticamente il carattere tecnico. In altre parole, semplificando, il decisore politico ritorna a essere centrale dove le interazioni e le tecniche di integrazione nella rete tecnica falliscono, richiamando un approccio già fatto proprio in occasione della definizione del regime di risoluzione degli intermediari creditizi nel quadro del MRU.

A margine, si nota che ciò accade, e la complessità di tale architettura lo evidenzia, in virtù della mancanza di un centro gravitazionale fiscale, ovvero di una figura che funga da controcanto unitario alla struttura "tecnica" dell'ESRB. Il rilievo di tale aspetto emerge per contrasto con la diversa articolazione incontrata nell'ordinamento statunitense: in questo, è la figura del Segretario al Tesoro, e non già la banca centrale, a dominare larga parte dei processi decisionali, impersonando la dimensione di politica economica in senso stretto della stabilità finanziaria; ciò, come si è visto, avviene non soltanto per ragioni di *political accountability*, ma, soprattutto, per il bisogno di garantire coerenza con indirizzi politico-economici generali e per assicurare un controllo diretto rispetto a scelte che possano avere ripercussioni considerevoli per i *taxpayers*.

La rete esaminata è, nel complesso, opaca. La dispersione e la frammentazione delle competenze non giovano, indubbiamente, a una ricostruzione agevole delle responsabilità e dei modi di operare delle numerosissime autorità coinvolte. Quel che è certo è che l'attività dell'ESRB è largamente sottratta a forme di controllo diffuso, non prevedendosi alcuna forma di *notice and comment* e registrandosi un regime di *default* delle attività basato sull'assunto della segretezza e sull'assenza di forme stabili di interlocuzione con soggetti esterni. Se coniugato con l'elevato livello di deferenza tradizionalmente mostrato dalle corti europee in ambiti connotati da elevata complessità tecnica, tale regime riduce, in prospettiva, la possibilità di un controllo giurisdizionale effettivo delle scelte discrezionali operate, laddove mai note: l'*accountability* della rete si riduce, pertanto, a una

somma e commistione di strumenti formali stereotipati, in cui la trasparenza delle linee di indirizzo delle politiche di stabilità finanziaria cede di frequente il passo a complessità procedurali tese a bilanciare interessi statali e sovranazionali.

CONCLUSIONI

Una rapida consultazione del *database* Westlaw restituisce un dato di immediata evidenza per la comprensione del rilievo e dell'attualità delle problematiche che il lavoro verso la cui conclusione si muove ha inteso approfondire. Una ricerca a testo libero della locuzione «*systemic risk*» associata al termine «*finanziab*» restituisce ad oggi 13.469 risultati totali, dei quali oltre 3.242 costituiti da articoli in riviste *peer reviewed* ⁽¹⁾. Appena 525 di tali scritti sono stati pubblicati prima del 2007: la lettura di alcuni di essi offre un curioso e a tratti preoccupante spaccato degli interrogativi e delle sfide che le trasformazioni dell'intermediazione finanziaria ponevano in maniera evidente, ma inascoltata, già prima del materializzarsi della crisi globale e del precipitoso affermarsi di nuove tendenze regolatorie ⁽²⁾.

La ricerca che si è condotta ha analizzato i caratteri della regolazione macroprudenziale, dando rilievo, in chiave comparata, alle implicazioni e trasformazioni da questa determinate negli equilibri e nelle forme del controllo pubblico della finanza privata negli ordinamenti statunitense ed europeo.

Introducendo l'ambito di approfondimento, l'analisi condotta nel Capitolo Primo ha evidenziato come le interdipendenze tra economie e sistemi finanziari aperti generatesi per effetto della globalizzazione e del venir meno di un rapporto lineare di stabile correlazione tra moneta, credito e finanza hanno generato rischi di carattere sistemico su scala transnazionale non adeguatamente gestibili mediante risposte, puramente

(1) I dati sono indicati al primo trimestre 2018. Minor fortuna ha invece avuto il termine *macroprudential* praticamente assente fino al 2007, compare in 249 scritti pubblicati solo in seguito all'inverno 2007 o, con ancor più chiara intensità, dopo il crollo di Lehman.

(2) Due veloci esempi appaiono indicativi. Nel 1993, C.C. LICHTENSTEIN, *International Standards for Consolidated Supervision of Financial Conglomerates: Controlling Systemic Risk*, in Brook. Journal of Int. Law, 1993, 137, 141–42, osservava: «(j)ust as there are large banking organizations so involved in global payments that their possible failure involves systemic risk, there are also large securities firms whose collapse could have systemic consequences. The issue of systemic risk involves not universal banking, but the size of the participants in the global markets. [...] The important question to be asked about such financial conglomerates is not whether they should be regulated by requiring the separation of the investment banking business into a separate subsidiary. Rather, [...] what are the appropriate principles for adequate supervision of entities [...] that present systemic risk». Otto anni dopo, S.L. SCHWARCZ, *Intermediary risk in a global economy*, in Duke Law Journal, 2001, 1541, 1545, sottolineava: «The failure of an intermediary can cause a chain reaction of failures of institutions that have invested in assets held by the intermediary. Indeed, because of the international tiering of intermediaries, such a chain reaction, if it involved an intermediary holding a large enough quantity of assets, could threaten the very stability of the global financial system. For this reason, one of the primary purposes of financial regulation is to manage systemic risk». Per una disamina dei temi ai quali si faceva specifico riferimento, e, in particolare, alle problematiche dell'intermediazione di derivati *over-the-counter*, si veda A.E. WILMARTH, *The transformation of the U.S. financial services industry, 1975-2000: competition, consolidation, and increased risk*, in University of Illinois Law Review, 2002, 219, spec. 368.

domestiche, dirette alla protezione del valore del metro monetario e alla solidità di singoli intermediari. In esito alla crisi finanziaria globale, l'adozione di un approccio di regolazione e vigilanza di tipo macroprudenziale ha rappresentato una tra le principali risposte di *policy* alla sfida posta da rischi *systemici*, ritenuta particolarmente capace di prevenire e mitigare minacce non identificabili o aggredibili su base esclusivamente micro. L'affermarsi di tale orientamento regolatorio, interagendo con le tecniche tradizionali di governo del sistema finanziario, ha quindi imposto una rimodulazione degli apparati istituzionali di controllo e delle tecniche di cui questi dispongono per ridurre la probabilità di fenomeni altamente distorsivi del corretto funzionamento dei mercati finanziari, capaci di impedirne l'elementare funzione di allocazione efficiente di risorse monetarie verso l'economia reale.

La ricerca aveva preso le mosse da due categorie di interrogativi: l'una afferente ai tratti oggettivi, ovvero alle finalità, agli strumenti e ai modi di operare e incidere sulle libertà economiche propri della regolazione macroprudenziale; l'altra relativa ai tratti soggettivi, ovvero al nucleo istituzionale di esercizio della funzione e del suo interfacciarsi con altri centri pubblicistici di governo delle attività economico-finanziarie.

Dal punto di vista oggettivo, la nuova funzione di regolazione ha posto al centro dell'indagine tre problematiche di snodo: la ricostruzione dei connotati del rischio sistemico e del suo costituire moderna declinazione del concetto tradizionale di stabilità finanziaria; l'individuazione delle forme procedurali e sostanziali dell'azione delle amministrazioni macroprudenziali, ovvero della tipologia di misure strumentali al raggiungimento delle predette finalità e dei meccanismi di interazione con il mercato regolato e il pubblico in genere; l'enucleazione delle regole e dei criteri atti a governare e circoscrivere la discrezionalità di intervento delle amministrazioni coinvolte, posta l'ambiguità delle misure interessate rispetto all'accreditata concezione neutrale degli interventi di regolazione economica in genere.

Dal punto di vista istituzionale, la ricerca si è misurata con due problemi: la trasformazione del ruolo delle banche centrali quali centri di riferimento di un insieme sempre più vasto di competenze e funzioni globalmente riconducibili a un'idea espansa di stabilità finanziaria; l'emergere di plethoriche organizzazioni reticolari e indipendenti deputate a governare e monitorare l'evolversi del rischio sistemico attraverso compositi processi di integrazione amministrativa informati a mobili equilibri tra tecnica e politica.

L'analisi del sistema statunitense svolta nel secondo capitolo, preceduta da un sintetico approfondimento dell'evoluzione storico-giuridica del rispettivo apparato istituzionale e di mercato, ha evidenziato la delicata ponderazione tra *expertise* e controllo politico ivi realizzata, il buon grado di *accountability* cui la rete regolatoria macroprudenziale appare soggetta e i rischi sottesi a forme striscianti di politicizzazione del sindacato giurisdizionale sul suo operato, derivanti dall'impiego di tecniche di sindacato non adeguate alla natura delle valutazioni e degli interventi richiesti a prevenzione del rischio sistemico. Le linee di riforma in senso macroprudenziale sancite dal Dodd-Frank Act in esito alla crisi dei mutui *subprime* si sono orientate verso la risoluzione di due problematiche principali: l'ingovernabilità di un'architettura regolatoria frammentata e connotata da una forte dispersione delle competenze tra agenzie federali e statali; i due fenomeni, tra loro interrelati, del *too big to fail* e dello *shadow banking system*.

La disamina ha messo in luce tre aspetti.

In primo luogo, si è rilevato il ruolo cruciale e poliedrico del FSOC. Tale *multimember agency* o *agency-of-agencies* è connotata da una struttura di *membership* funzionalizzata a due obiettivi portanti: l'instaurazione di una relazione biunivoca tra finalità statutarie proprie e partecipazione di plurime agenzie alla rete; il conferimento tanto di un'appropriata legittimazione costituzionale e interna alla rete regolatoria stessa, quanto di una sufficiente forma di riparo da influenze esterne. Se la combinazione di tali elementi risulta idonea a garantirne, in prima battuta, un isolamento apparentemente forte da ingerenze politiche e del mercato regolato, due meccanismi agiscono in ottica di *balance*, segnando un sostanziale recupero delle ragioni (e delle forme di controllo) del vertice politico su quelle dell'*expertise* tecnica: in misura largamente prevalente, l'attribuzione di un ruolo centrale al Segretario al Tesoro sotto i tre versanti della gestione operativa del FSOC, dell'attribuzione di un potere di veto in ordine all'assunzione delle decisioni in materia di designazione di infrastrutture di mercato e intermediari non bancari sistemici, e del riconoscimento di specifiche prerogative in ordine all'avvio della liquidazione di intermediari significativi in dissesto; in misura meno rilevante, la presenza di un rappresentante di nomina presidenziale per il settore assicurativo dotato di diritto di voto, estraneo al circuito delle agenzie federali di regolazione finanziaria e garante delle prerogative settoriali degli Stati federati.

In secondo luogo, si è constatata l'esistenza di un *tandem* tra FSOC e FED per il governo del versante più squisitamente *tecnico* delle politiche macroprudenziali. Tale

osservazione è derivata dalla combinazione di tre fattori: l'esistenza di un processo di diretta correlazione tra l'esercizio del potere di designazione del FSOC e l'espandersi (o comprimersi) delle attribuzioni di vigilanza e regolazione del FRB; il diverso meccanismo procedurale che informa l'adozione di raccomandazioni da parte del regolatore macroprudenziale nei confronti, rispettivamente, della FED e delle altre agenzie della rete; l'esistenza di procedimenti congiunti nei quali la *super-agency* e la banca centrale assumono concordemente decisioni che si ingeriscono significativamente sulla struttura del mercato e sulle attività, l'articolazione organizzativa e le libertà economiche in genere dei regolati.

In terzo luogo, è emersa la complessità del procedimento di designazione degli intermediari non bancari e delle infrastrutture di mercato di tipo sistemico, vera e propria "arena" in cui i diversi nodi della regolazione macroprudenziale statunitense giungono al pettine. Ribadendo la rilevanza del coordinamento tra apparati e regole frammentati di cui gli stessi operatori di mercato «*take advantage [for] plentiful regulatory arbitrage opportunities*»⁽³⁾, il *designation power* costituisce il centro di gravità e tensione dell'intera architettura macroprudenziale: per un verso, il conferimento di un potere di veto all'unità decisionale politica indica il saldo permanere di un controllo diretto dell'apparato governativo su scelte regolatorie le cui ripercussioni si percepisce possano riguardare, in ultima analisi, i contribuenti; per altro verso, il graduale incremento dei diritti di partecipazione nelle procedure di *adjudication* e l'intrusività del controllo giudiziale sugli esiti dello stesso rischiano di catturare la rete in una negativa spirale di *over-accountability*.

L'analisi del sistema europeo sviluppata nel terzo capitolo ha messo in rilievo la diversità delle problematiche che l'apparato macroprudenziale è chiamato a risolvere nell'UEM, e i peculiari equilibri cui lo stesso è informato per ragioni storiche, giuridiche ed economiche legate allo stato attuale di avanzamento del processo europeo di integrazione, alla (ancora) parziale armonizzazione delle pertinenti misure regolatorie, e al permanere di asimmetrie nei cicli economici e finanziari nazionali nel mercato unico.

All'interno dell'Unione, l'apparato regolatorio macroprudenziale si configura come secondo pilastro di un insieme composito di regole e istituzioni che governano la stabilità del sistema finanziario europeo e che solo di recente è stato soggetto a un rapido processo di accentramento culminato nell'istituzione dell'EBU, comprensiva di un meccanismo unitario di vigilanza al cui vertice si pone la BCE. Il suo centro istituzionale,

⁽³⁾ S.T. OMAROVA, *One Step Forward, Two Steps Back? The Institutional Structure of U.S. Financial Services Regulation after the Crisis of 2008*, Cornell Law School research paper no. 16-2, 2014, 9.

peculiare figura di composizione connotata da caratteristiche uniche nel panorama delle autorità di controllo della finanza privata nell'UE, opera come centro di aggregazione indipendente di poli distinti di amministrazioni nazionali e sovranazionali, e, anche per tale via, alla giuntura delle tre dimensioni della stabilità finanziaria europea: l'una, monetaria, incardinata su un sistema europeo di banche centrali la cui chiara preminenza nel disegno istituzionale di controllo delle dinamiche finanziarie continentali è venuta ulteriormente rafforzandosi anche in virtù della costituzione della rete macroprudenziale; la seconda, microprudenziale, strutturata sul SEVIF e sulle molteplici funzioni attribuite alle tre ESAs poste al suo vertice; la terza, anello debole della catena, rappresentata dai meccanismi di *governance* economica degli Stati membri che presiedono alla convergenza e all'equilibrio dei bilanci statali in un ambito a integrazione ancora parziale, carente di un centro unitario.

L'esercizio comparato ha mostrato come il disegno europeo presenti analogie e divergenze rispetto all'esperienza statunitense. Queste, nel complesso, sottolineano la parziale disomogeneità e originalità delle problematiche che si sono intese affrontare attraverso il "cappello" dell'approccio macroprudenziale e che tutt'oggi si pongono. Le stesse riguardano, più in particolare, aspetti dell'integrazione organizzativa, dei meccanismi procedurali di esercizio della funzione regolatoria e delle forme di *accountability* delle reti: segnalano, in ultima analisi, un diverso (e originale) atteggiarsi dell'equilibrio tra tecnica e politica nel controllo sistemico dei fenomeni economico-finanziari.

Sotto il profilo dell'integrazione organizzativa, le analogie tra esperienza europea e statunitense si arrestano alla comune strutturazione di un sistema a rete e alla posizione, al centro di questo, di figure di composizione cui partecipano varie autorità pubbliche dal peso ineguale. Quindi, mentre nel sistema statunitense l'autorità macroprudenziale "primaria" è dotata di personalità giuridica, è governata da un soggetto di referenza politica, dispone di taluni poteri vincolanti ed è coadiuvata da un'ulteriore autorità indipendente per la raccolta delle informazioni necessarie al proprio funzionamento, nell'ordinamento europeo essa è priva di personalità giuridica, risulta nei fatti dominata dalle banche centrali, non dispone di poteri vincolanti né di un proprio *autonomo* schema di raccolta dei dati necessari, e opera, specialmente in relazione all'adozione di misure nazionali che rischiano di realizzare interventi regolatori disfunzionali all'obiettivo del mercato unico, quale apparato servente di un diverso decisore ultimo, rappresentato, in ultima istanza, dagli apicali consessi politici dell'Unione.

Sotto il profilo dei procedimenti e delle attività di *rulemaking* e *adjudication*, le differenze tra le due esperienze trattate si fanno ancora più marcate. Nel sistema statunitense, tanto l'autorità macroprudenziale quanto le singole agenzie federali partecipanti alla rete esercitano in materia trasparente le proprie prerogative di *rulemaking* e *adjudication*: le procedure di regolazione sono conformi a schemi di *notice and comment* cui risultano soggette anche misure *soft*, mentre quelle di *adjudication* prevedono un'articolata sequenza procedimentale accentrata che, seppur distinguendosi da un modello *trial-type* puro, è venuta progressivamente rispondendo a istanze di ampliamento del contraddittorio. Nel sistema europeo, per contro, la trasparenza e la procedimentalizzazione sono "a macchie": a livello sovranazionale, la mancanza di una disciplina uniforme che governi i processi di *rulemaking* comporta l'applicazione, ancorché limitatamente ad alcune delle misure regolatorie, delle norme che impongono procedure di *notice and comment* a singole agenzie e istituzioni, fra le quali non figura il comitato macroprudenziale; il sostanziale decentramento dei poteri di *adjudication*, invece, determina l'assoggettamento delle decisioni da assumere in casi singoli alle disposizioni procedurali interne degli Stati membri; per contro, l'interazione tra autorità nazionali ed europee risulta iper-procedimentalizzata, giungendo in ultima istanza a una dimensione di rilevante politicizzazione rispetto a misure verso le quali risulti preponderante l'esigenza di governare e controllare rischi di distorsione del mercato unico.

A margine, poi, si è osservato come il sistema europeo si connoti per una frammentazione soggettiva e oggettiva estrema. L'allocazione della funzione di regolazione macroprudenziale ha subito l'impatto dell'avvio del MVU, nel quale accentramento e decentramento delle competenze convivono in un quadro composito. Permane, ancora, una significativa diversificazione degli strumenti regolatori in ragione del carattere settoriale dell'armonizzazione raggiunta, più intensa nel solo ambito bancario.

Quanto al versante dell'*accountability*, infine, unitamente alle considerazioni sopra svolte, non possono che muoversi alcune osservazioni rispetto al ruolo del sindacato giurisdizionale. Anche in tal senso, le esperienze qui comparate mostrano analogie e divergenze. In particolare, se le corti sono chiamate in entrambi i sistemi a misurarsi con il perenne problema dei limiti di un sindacato che incida su funzioni implicanti un impiego accorto e informato a *expertise* di scienze sociali non esatte e di concetti giuridici indeterminati, le oscillazioni giurisprudenziali che connotano l'esperienza statunitense

sembrano meno evidenti nella realtà europea; in questa, anzi, la deferenza appare il tratto più significativo del rapporto tra CGUE e amministrazioni tecniche, specie ove siano in gioco problematiche politico-economiche che risiedono al cuore dei delicati equilibri dell'Unione, e in cui dirimente appare il ruolo del principio di proporzionalità. È però problematico il limite intrinseco dato dall'opacità che spesso connota gli atti e le raccomandazioni adottati in ottica macroprudenziale: la frequente impossibilità di conoscerne contenuto e motivazioni rischia tanto di escludere qualsiasi forma di controllo giurisdizionale su di essi, quanto di incidere fortemente su decisioni che si pongano a valle della loro adozione, in esecuzione di specifici indirizzi stabiliti a garanzia della stabilità finanziaria.

In ultima analisi, la ricerca svolta ha mostrato come la regolazione macroprudenziale si ponga sul crinale frastagliato che corre tra regolazione neutrale e politica economica. Essa appare un ibrido di difficile interpretazione: non è semplice espressione di una regolazione tecnica, in quanto indubbiamente capace di tradursi in «attività discrezionale con effetti distributivi»⁽⁴⁾ e di influenzare comportamenti e dinamiche dell'intero sistema economico in virtù dell'ormai inestricabile interdipendenza tra le diverse dimensioni della stabilità finanziaria, ovvero tra queste e l'andamento dell'economia reale. Non è e non può dirsi certo, tuttavia, attività *politica* in senso proprio, in quanto vincolata da un obiettivo preciso, strutturata per mezzi e poteri funzionali al perseguimento di quest'ultimo, e spesso imbrigliata dal morso del carattere non vincolante di certe sue estrinsecazioni.

Riprendendo recenti suggestioni della scienza giuridica e politologica, alcuni interrogativi sembrano allora porsi, in conclusione, ponendo mente alle delicate trasformazioni in corso all'interno del contesto costituzionale europeo: il processo di «unificazione delle regole e di centralizzazione dei poteri» che ha investito (anche) il sistema di vigilanza finanziaria, in qualche misura “celato” «dietro la natura tecnica e indipendente delle autorità» di nuova istituzione⁽⁵⁾ e dall'espandersi dei compiti di attori preesistenti, sta lentamente e inevitabilmente erodendo i limiti stessi di ciò che, nelle moderne società, può definirsi *politico*, e, come tale, soggetto o comunque rimesso al controllo, ai processi e agli strumenti di legittimazione decisionale propri delle democrazie rappresentative? E, se si,

(4) M. CLARICH, *La riflessione scientifica attuale sulla regolazione dei mercati*, in *Dir. e proc. amm.*, 2015, 419.

(5) L. TORCHIA, *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*, in G. CARCANO, C. MOSCA, M. VENTORUZZO (a cura di), *Regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, Giuffrè, 2016, 376.

quali sono i rischi di una lenta, ma da taluni ritenuta ineludibile e non tollerabile ⁽⁶⁾, deriva verso un «*regime of expert rule*» di tenore opposto ⁽⁷⁾, capace di riempire i vuoti del potere democratico e di perpetrare un modello di *governance* che sottrae al controllo parlamentare e giudiziale ampi spazi decisionali asseritamente neutrali ⁽⁸⁾?

Se la risposta a tali quesiti si pone ben oltre i limiti di questo studio, può soggiungersi solo che la sfida più urgente per la scienza giuridica sembra consista nel garantire, a fronte delle dinamiche evolutive del mercato e delle sue tensioni, un'equilibrata convivenza tra gli assi portanti della democrazia e l'esigenza di un governo plurale, efficiente e informato di società complesse e inesorabilmente tecnificate.

⁽⁶⁾ W. STREECK, *Heller, Schmitt and the Euro*, in *European Law Journal*, 2015, 361; A. SOMEK, *Delegation and Authority: Authoritarian Liberalism Today*, in *European Law Journal*, 2015, 340.

⁽⁷⁾ L. CORRIAS, *The empty place of European power: Contested democracy and the technocratic threat*, in *European Law Journal*, 2017, 482, 490.

⁽⁸⁾ I. SANCHEZ-CUENCA, *From a Deficit of Democracy to a Technocratic Order: The Post Crisis Debate in Europe*, in *Annual Review of Political Science*, 2017, 351, spec. 362.

BIBLIOGRAFIA

- ACHARYA V., *A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation*, CEPR Discussion Papers no. 7164, 2009.
- ADAMSKI D., *Economic Constitution of the Euro Area after the Gauweiler Preliminary Ruling*, in *Common Market Law Review*, 2015, 1451.
- ADRIAN T., SONG SHIN H., *The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report no. 382, 2009.
- AGLIETTA M., SCIALOM L., SESSIN T., *Prudential supervision reform in Europe: arguments and proposals*, in *Research Papers in Banking and Finance of the Institute of European Finance*, Bangor, 10, 1998.
- AGLIETTA M., SCIALOM L., *The challenge of European integration for prudential policy*, LSE Special Papers Financial Markets Group, no. 152, 2003.
- ALCIDI C., BELKE A., GIOVANNINI A., GROS D., *Macroeconomic adjustment programmes in the euro area: an overall assessment*, in *Intl. Economics and Economic Policy*, 2016, 345.
- ALLEN CLAYTON S., *Judicial Review of Administrative Discretion. How Justice Scalia and Breyer Regulate the Regulators*, LFB Scholarly Publishing LLC, El Paso, 2015.
- ALLEN H.J., *Putting the "Financial Stability" in Financial Stability Oversight Council*, in *Ohio State Law Journal*, 2015, 1087.
- ALTAMURA E., *European banks and the rise of international finance*, London - New York, Routledge, 2017.
- AMATO G., *Autorità semi-indipendenti ed autorità di garanzia*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1997, 645.
- AMATO G., *Governare l'economia globale. Nella crisi e oltre la crisi*, Firenze, Passigli, 2009.
- AMATO G., *Le autorità indipendenti*, Relazione al convegno organizzato dalla Riv. trim. di dir. e proc. Civile, *Le autorità amministrative indipendenti*, Bologna, 14 dicembre 1996.
- AMMANATI L., *Governance e regolazione attraverso reti*, in L. AMMANATI, P. BILANCIA (a cura di), *Governance dell'economia e integrazione europea (vol. 2)*, Milano, Giuffrè, 2008, 181.
- AMORELLO L., DI BALSAMO G., *Prime osservazioni sulla legge delega che istituisce il Comitato italiano per le politiche macroprudenziali*, in *Riv. trim. dir. dell'econ.*, 2017, 3, 362.
- AMOROSINO S., *La regolazione pubblica delle banche*, Padova, Cedam, 2016.
- ANAND A., TREBILCOCK M., ROSENSTOCK M., *Institutional Design and the New Systemic Risk in Banking Crises*, in ANAND A. (a cura di), *Systemic Risk, Institutional Design, and the Regulation of Financial Markets*, Oxford, OUP, 2016, 2.
- ANDENAS M., GORMLEY L.W., HADJEMMANOUIL C., HARDEN I. (a cura di), *European economic and monetary union: the institutional framework*, London, Boston, Kluwer Law International, 1997.
- ANGELINI P., NERI S., PANETTA F., *Monetary and Macroprudential Policies*, Banca d'Italia, Working Paper no. 801, 2011.

- ANGELINI P., NICOLETTI-ALTIMARI S., VISCO I., *Macroprudential, microprudential and monetary policies: conflicts, complementarities and trade-offs*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 140, 2012.
- ANTHONY R.A., *Interpretative Rules, Policy Statements, Guidances, Manuals and the Like - Should Federal Agencies Use Them to Bind the Public?*, in *Duke Law Journal*, 1992, 1311.
- ANTONIAZZI S., *L'Unione bancaria europea: i nuovi compiti della BCE di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2014, 359 (prima parte), 717 (seconda parte).
- ANTONINI L. (a cura di), *La domanda inevasa. Dialogo tra economisti e giuristi sulle dottrine economiche che condizionano il sistema giuridico europeo*, Bologna, il Mulino, 2016.
- BACHELET V., *L'attività di coordinamento nell'amministrazione pubblica dell'economia*, Milano, Giuffrè, 1957.
- BACHELET V., *L'attività tecnica della pubblica amministrazione*, Milano, Giuffrè, 1967.
- BAGEHOT W., *Lombard Street: a description of the money market*, Henry S. King & Co., 1873.
- BAGLIONI A., *The European banking union: a critical assessment*, London-New York, Palgrave Macmillan, 2016.
- BAKER A., *Macroprudential Regulation*, in D. MÜGGE (a cura di), *Europe and the governance of global finance*, Oxford, OUP, 172.
- BAKER A., *The Gradual Transformation? The Incremental Dynamics of Macroprudential Regulation*, in *Regulation & Governance*, 2013, 417.
- BAKER A., *Transnational Technocracy and the Macroprudential Paradox*, in T. PORTER, (a cura di), *Financial Regulation after the Financial Crash*, Routledge, RIPE Studies in Global Political Economy, 2014.
- BAKER A., *Varieties of Economic Crisis, Varieties of Ideational Change: How and Why Financial Regulation and Macroeconomic Policy Differ?*, in *New Political Economy*, 2013, 342.
- BAKER A., *When New Ideas meet Existing Institutions: Why Macroprudential Regulatory Change is an Incremental Process*, in MOSCHELLA M., TSINGOU E. (a cura di), *Explaining Incremental Change in Global Financial Governance*, Routledge, ECPR book series, 2013, 35.
- BAKER A., WIDMAIER W., *The Hidden Institutional Roots of Macroprudential Ideas: Veblen and Galbraith on Regulation, Policy Success and Overconfidence*, in *New Political Economy*, 2014.
- BANI E., *Stato regolatore e autorità indipendenti*, in M. GIUSTI (a cura di), *Diritto pubblico dell'economia*, Padova, CEDAM, 1997.
- BARBERO M., *Il nuovo Patto europeo di stabilità e crescita alla prova dei fatti: i recenti casi di Francia, Germania e Italia*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2007, 1315.
- BARKOW R.E., *Insulating Agencies: Avoiding Capture Through Institutional Design*, in *Texas Law Review*, 2010, 15.
- BARNETT G.E., *State banks and trust companies since the passage of the National Bank Act*, Washington DC, National Monetary Commission, 1911.
- BARONCELLI S., *L'unione bancaria europea e il meccanismo di risoluzione delle crisi*, in *Quad. cost.*, 2014, 447.

- BARTON HEPBURN A., *A history of currency in the United States (with a brief description of the currency systems of all commercial nations)*, The Macmillan Company, New York, 1915, vol. 1.
- BASSI F., MERUSI F. (a cura di), *Mercati e amministrazioni indipendenti*, Milano, Giuffr , 1993.
- BASSO R., TOSATO G.L., *L'unione economica e monetaria. Aspetti giuridici e istituzionali. Studio introduttivo e materiali di base*, Torino, Giappichelli, 2007.
- BASSO R., TOSATO G.L., *Unione economica e monetaria*; in *Enciclopedia del diritto*, V agg., Milano, Giuffr , 2001.
- BENIGNO G., CHEN H., OTROK C., REBUCCI A., YOUNG E.R., *Monetary and Macro-Prudential Policies: An Integrated Analysis*, 2011.
- BENVENISTI E., *The law of global governance*, The Hague, AIL Pocket, 2014.
- BERNANKE B., *Monetary Policy and the Housing Bubble*, speech at the annual meeting of the American Economic Association, Atlanta, 3 gennaio 2010.
- BICKEL A.M., *The Least Dangerous Branch: The Supreme Court at the Bar of Politics*, Indianapolis, Bobbs-Merrill Company Inc., 1962.
- BIEBRICHER T., VOGELMANN F. (a cura di), *The birth of austerity. German ordoliberalism and contemporary neoliberalism*, London, Rowman & Littlefield International, 2017.
- BIFULCO R., *Bundesbank e Banche centrali dei L nder come modello del Sistema europeo delle banche centrali*, in GABRIELE F. (a cura di), *Il governo dell'economia tra crisi dello Stato e crisi del mercato*, Bari, Cacucci, 2005.
- BIGELOW STORY J., MADISON M., *Commentaries on the Constitution of the United States: with a preliminary review of the Constitutional History of the Colonies and States before the Adoption of the Constitution*, Buffalo, N.Y., William S. Hein & Co., 1994 - Originally published: Boston: Little, Brown and Co., 1891, vol. II, 150.
- BIGNAMI F., CASSESE S. (a cura di), *Il procedimento amministrativo nel diritto europeo*, Milano, Giuffr , 2004.
- BIGNAMI F., ZARING D. (a cura di), *Comparative Law and Regulation. Understanding the Global Regulatory Process*, Cheltenham - Northampton, Edward Elgar Publishing, 2016.
- BILANCIA P., *Il sistema europeo di regolamentazione dei servizi finanziari*, in *Il diritto dell'economia*, 2008, 45.
- BILLIO M., GETMANSKY M., LO A.W., PELIZZON L., *Econometric Measures of Connectedness and Systemic Risk in the Finance and Insurance Sectors*, in *Journal of Financial Economics*, 2012, 537.
- BINDER J., GORTSOS C., *The European Banking Union. A Compendium*, München-Oxford, C.H. Beck - Hart - Nomos, 2016.
- BLANCHARD O., DELL'ARICCIA G., MAURO P., *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note SPN/10/03, febbraio 2010.
- BOCCUZZI G., *L'unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Roma, Bancaria, 2015.
- BORDO M., *The Bretton Woods International Monetary System: An Historical Overview*, in BORDO M., EICHENGREEN B. (a cura di), *A Retrospective on the Bretton Woods System*, Chicago, University of Chicago Press, 1993.

- BORGER V., *Outright Monetary Transactions and the Stability Mandate of the Ecb: Gauweiler*, in *Common Market Law Review*, 2016, 139.
- BORIO C., CROCKETT A., *In search of anchors for financial and monetary stability*, in *Greek Economic Review*, 2001, 1.
- BORIO C., FURFINE C., LOWE P., *Pro-cyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options*, BIS Papers, no. 1, 2001.
- BORIO C., *Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision*, in *Banque de France Financial Stability Review*, 2009, 31.
- BORIO C., *Monetary Policy and Financial Stability: what role in prevention and recovery?*, in CATTE P., GERALI A., PASSACANTANDO F. (a cura di), *Money and monetary institutions after the crisis*, Roma, Banca d'Italia, 2013.
- BORIO C., *The macroprudential approach to regulation and supervision*, in voxeu.org/article/we-are-all-macroprudentialists-now.
- BORIO C., *Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?*, CESifo Economic Studies, 2003, 181.
- BORRELLO I., *Il controllo del credito*, in CASSESE S. (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo*, vol. III, Milano, Giuffrè, 2003, 2791.
- BOVENS M., *Analyzing and Assessing Public Accountability. A Conceptual Framework*, in *European Governance Papers* no. c-06-01, 2006.
- BRESCIA MORRA C., *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in *Banca impr. soc.*, 2015, 73.
- BRESCIA MORRA C., SMITS R., MAGLIARI A., *The Administrative Board of Review of the European Central Bank: Experience After 2 Years*, in *European Business Organization Law Review*, 2017, 567.
- BRESCIA MORRA C., *The administrative and judicial review of decisions of the ECB in the supervisory field*, in R. D'AMBROSIO (a cura di), *Scritti sull'Unione bancaria*, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale - Banca d'Italia, n. 81, Roma, 2016, 109.
- BREYER S.G., STEWART R.B., SUNSTEIN C.R., VERMEULE A., HERZ M.E., *Administrative Law and Regulatory Policy. Problems, Text, and Cases*, 7th edition, New York, Wolters Kluwer Law & Business, 2011.
- BROWN E.F., *Prior Proposals to Consolidate Federal Financial Regulators*, The Volcker Alliance, 2015.
- BROZ J.L., *The international origins of the Federal Reserve*, Ithaca, Cornell University Press, 1997.
- BRUMMER C., *How International Financial Law Works (and How It Doesn't)*, in *Georgetown Law Journal*, 2011, 257.
- BRUMMER C., *Introduction: Key Theoretical Parameters of the Soft Law Debate: A Basic Overview*, in WEISS F., KAMMEL A.J. (a cura di), *The changing landscape of global financial governance and the role of soft law*, Leiden-Boston, Brill, 2015, xvii.
- BRUMMER C., *Soft law and the global financial system. Rulemaking in the 21st century*, Cambridge - New York, Cambridge University Press, 2012.

- BRUMMER C., *Why Soft Law Dominates International Finance - and not Trade*, in COTTIER T., JACKSON J.H., LASTRA R.M., *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, Oxford, OUP, 2012, 95.
- BRUNNERMEIER M.K., GARICANO L., LANE P., PAGANO M., REIS R., SANTOS T., THESMAR D., VAN NIEUWERBURGH S., VAYANOS D., *European Safe Bonds (ESBies)*, The Euronomics Group, 2011.
- BRUNNERMEIER M.K., LANGFIELD S., PAGANO M., REIS R., VAN NIEUWERBURGH S., VAYANOS D., *ESBies: Safety in the tranches*, in *Economic Policy*, 2017, 175.
- BUSCH D., FERRARINI G. (a cura di), *European Banking Union*, London, OUP, 2015.
- BUSUIOC E.M., *Blurred areas of responsibility: European agencies' scientific 'opinions' under scrutiny*, in AMBRUS M., ARTS K., HEY E., RAULUS H., *The Role of 'Experts' in International and European Decision-Making Processes*, Cambridge, Cambridge University Press, 2014, 383.
- BUSUIOC E.M., *European Agencies. Law and Practices of Accountability*, Oxford, OUP, 2013.
- BUSUIOC E.M., *European Agencies. Law and Practices of Accountability*, Oxford, OUP, 2013.
- BUSUIOC M., GROENLEER M., TRONDAL J. (a cura di), *The agency phenomenon in the European Union: Emergence, institutionalization and everyday decision-making*, Manchester, Manchester University Press, 2012.
- BUTI M., SAPIR A., *EMU and Economic Policy in Europe*, Cheltenham, Edward Elgar, 2002.
- BYSE C., *Scope of Judicial Review in Informal Rulemaking*, in *Administrative Law Review*, 183, 1981.
- CAIANELLO V., *Le autorità indipendenti tra potere politico e società civile*, in *Foro amm.*, 1997, 234.
- CAMILLI E.L., *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario a) Profili normativi* (voce), in *Enc. del Diritto* [Annali V, 2012], Milano, Giuffrè, 163.
- CANDEUB D.A., *Tyranny and Administrative Law*, in *Arizona Law Review*, 2017, 49.
- CANEPA A., *Crisi dei debiti sovrani e regolazione europea: una prima rassegna e classificazione di meccanismi e strumenti adottati nella recente crisi economico-finanziaria*, in *Rivista AIC*, 2015, 1.
- CANEPA A., *Il difficile equilibrio fra concorrenza e aiuti di stato nella crisi: ruolo e scelte della Commissione nel settore bancario*, in *Amministrazione in cammino*, 2016.
- CANNON J.G., *Clearing Houses*, Washington DC, National Monetary Commission, 1910.
- CANNONE A., *Integrazione differenziata (diritto dell'Unione europea)*, in *Enc. del Dir.*, Annali VI, Milano, Giuffrè, 2013.
- CAPIE F., *Central Banking*, in CASSIS Y., SCHENK C., GROSSMAN R., *The Oxford Handbook of Banking and Financial History*, Oxford, OUP, 2016, 342.
- CAPPIELLO S., *Il meccanismo di adozione delle regole e il ruolo della European Banking Authority*, in D'AMBROSIO R. (a cura di), *Scritti sull'Unione bancaria*, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale - Banca d'Italia, n. 81, Roma, 2016, 38.
- CAPRIGLIONE F. (a cura di), *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, Padova, Cedam, 2006.
- CAPRIGLIONE F., *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, Cedam, 2009.

- CAPRIGLIONE F., *L'Unione bancaria europea: una sfida per un'Europa più unita*, Torino, Utet, 2013.
- CAPRIGLIONE F., *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in Riv. trim. dir. e proc. Civ., 2016, 537.
- CAPRIGLIONE F., SACCO GINEVRI A., *Politica e finanza nell'Unione europea: le ragioni di un difficile incontro*, Padova, Cedam, 2015.
- CAPRIGLIONE F., TROISI A., *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Padova, Cedam, 2014.
- CARBONETTI F., *Il sistema monetario europeo*, in Banca borsa tit. cred., 1991, 176.
- CARBONETTI F., *Moneta*, Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale, 1985.
- CARDONE A., *L'obliterazione dello stato di crisi: la Corte Ue ri(con)duce le misure "non convenzionali" della Bce al diritto "ordinario" dei Trattati*, in Giur. cost., 2015, 1533.
- CARINGELLA F., GAROFOLI R., *Le Autorità amministrative indipendenti*, Napoli, Simeone, 2000.
- CARLI C., *Il caso Chevron. Interpretazione del giudice e interpretazione dell'amministrazione negli Stati Uniti*, in Riv. trim. dir. pubbl., 1995, 959.
- CARNELL R.S., MACEY J.R., MILLER G.P., *The law of financial institutions*, Wolters Kluwer Law & Business, New York, 2013.
- CARUANA J., *Macroprudential policy: working towards a new consensus*, remarks at the high-level meeting on "The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy" jointly organised by the BIS's Financial Stability Institute and the IMF Institute, Washington DC, aprile 2010.
- CASINI L., ALBISINNI F.G., CAVALIERI E., *Le istituzioni della globalizzazione*, in NAPOLITANO G. (a cura di), *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, Bologna, il Mulino, 2012, 425
- CASSESE S., «L'Europa vive di crisi», in Riv. trim. dir. pubbl., 2016, 779.
- CASSESE S., *Chi ha paura delle autorità indipendenti?*, in Mercato concorrenza, regole, 3, 1999, 471.
- CASSESE S., *Il concerto regolamentare europeo delle telecomunicazioni*, in Giorn. dir. amm., 2002, 689.
- CASSESE S., *Il procedimento amministrativo europeo*, in BIGNAMI F., CASSESE S. (a cura di), *Il procedimento amministrativo nel diritto europeo*, Milano, Giuffrè, 2004, 31.
- CASSESE S., *La lunga durata delle istituzioni economiche degli anni Trenta*, in AA.VV., *Le istituzioni finanziarie degli anni Trenta nell'Europa continentale*, Collana di ricerche economico-finanziarie promossa dal Banco di Roma, Bologna, il Mulino, 1982, 197.
- CASSESE S., *La nuova architettura finanziaria europea*, in Giorn. dir. amm., 2014, 79.
- CASSESE S., *La nuova costituzione economica*, Bari, Laterza, 2008.
- CASSESE S., *La signoria comunitaria sul diritto amministrativo*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2002, 291.

- CASSESE S., *Le autorità indipendenti: origini storiche e problemi odierni*, in CASSESE S., FRANCHINI C. (a cura di), *I garanti delle regole. Le autorità indipendenti*, Bologna, il Mulino, 1996, 219.
- CASSESE S., *Lo spazio giuridico globale*, Roma-Bari, Laterza, 2003.
- CASSESE S., *Poteri indipendenti, Stati, Relazioni ultrastatali*, in *Foro it.*, 1996, 1, 1.
- CASSESE S., *Regolazione e concorrenza*, in TESAURO G., D'ALBERTI M. (a cura di), *Regolazione e concorrenza*, Bologna, il Mulino, 2000, 11.
- CASSETTI L., *La Corte di giustizia invoca il rispetto delle regole procedurali sui disavanzi pubblici eccessivi*, in federalismi.it, n. 15/2004.
- CASTAÑEDA J. E., MAYES D.G., WOOD G., *European banking union: prospects and challenges*, London-New York, Routledge, 2016.
- CATTE P., COVA P., PAGANO P., VISCO I., *The role of macroeconomic policies in the global crisis*, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 69, 2010.
- CECCHETTI S., *On the similarities of capital adequacy and monetary policy*, Presentation at the 13th Annual Conference of the Central Bank of Chile, 2009.
- CERRINA FERONI G., *Verso il meccanismo unico di vigilanza sulle banche. Ruolo e prospettive dell'European Banking Authority*, in federalismi.it, 17, 2014.
- CERULLI IRELLI V., *Dalle agenzie europee alle autorità europee di vigilanza*, in CHITI M.P., NATALINI A. (a cura di), *Lo spazio amministrativo europeo. Le pubbliche amministrazioni dopo il Trattato di Lisbona*, Bologna, il Mulino, 2012.
- CESARANO F., *Gli accordi di Bretton Woods: la costruzione di un ordine monetario internazionale*, Collana storica della Banca d'Italia, IX, 2000.
- CHAMON M., *EU Agencies. Legal and Political Limits to the Transformation of the EU Administration*, Oxford, OUP, 2016.
- CHIEFFI L., *Banca centrale e sviluppi della governance europea*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2005, 1085.
- CHITI E., *An important part of the EU's institutional machinery: features, problems and perspectives of European agencies*, in *Common Market Law Review*, 2009, 1395.
- CHITI E., *EU and Global Administrative Organizations*, in CHITI E., MATTARELLA B.G. (a cura di), *Global Administrative Law and EU Administrative Law. Relationships, Legal Issues and Comparison*, Heidelberg, Springer, 2011, 20.
- CHITI E., FRANCHINI C., *L'integrazione amministrativa europea*, Bologna, il Mulino, 2003.
- CHITI E., *Il Meccanismo europeo di stabilità al vaglio della Corte di giustizia*, in *Giorn. dir. amm.*, 2013, 148.
- CHITI E., *L'accountability delle reti di autorità amministrative dell'Unione europea*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2012.
- CHITI E., *La dimensione funzionale del procedimento*, in Aa. Vv., *Le amministrazioni pubbliche tra conservazione e riforme*, Milano, Giuffrè, 2008, 222.
- CHITI E., *La disciplina procedurale della regolazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2004, 681.
- CHITI E., *Le architetture istituzionali della vigilanza finanziaria*, in NAPOLITANO G. (a cura di), *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, Bologna, il Mulino, 2012, 167.

- CHITI E., *Le trasformazioni delle agenzie europee*, in Riv. trim. dir. pubbl., 2010, 57.
- CHITI E., TEIXEIRA P.G., *The constitutional implications of the European responses to the financial and public debt crisis*, in Common Market Law Review, 2013, 683.
- CHITI E., *The administrative implementation of European Union law: a taxonomy and its implications*, in HOFMANN H.C.H., TÜRK A.H. (a cura di), *Legal Challenges in EU Administrative Law*, Cheltenham, Edward Elgar, 2009, 9.
- CHITI M.P., *La crisi del debito sovrano e le sue influenze per la governance europea, i rapporti tra Stati membri, le pubbliche amministrazioni*, in Riv. it. dir. pubbl. com., 2013, 1.
- CHITI M.P., SANTORO V. (a cura di), *L'Unione bancaria europea*, Pisa, Pacini Giuridica, 2016.
- CINTIOLI F., *Discrezionalità tecnica (diritto amministrativo) (voce)*, Annali II-2, Enc. del dir., Milano, Giuffrè, 2008, 471.
- CIOCCA P., *Vigilanza: una o più istituzioni?*, in Banca impr. soc., 2001, 429.
- CIRAOLO F., *Il processo di integrazione del mercato unico dei servizi finanziari, dal metodo Lamfalussy alla riforma della vigilanza finanziaria*, in Il diritto dell'economia, 2011, 415.
- CIVITARESE MATTEUCCI S., TORCHIA L. (a cura di), *La tecnificazione*, in FERRARA L., SORACE D. (a cura di), *A 150 anni dall'unificazione amministrativa italiana - studi*, Firenze, Firenze University Press, 2016.
- CLARICH M., *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario a Profili generali (voce)*, in Enc. del Dir. [Annali V, 2012], Milano, Giuffrè, 152.
- CLARICH M., *Il procedimento davanti alle Autorità indipendenti*, in Dir. amm., 1999.
- CLARICH M., *La riflessione scientifica attuale sulla regolazione dei mercati*, in Dir. e proc. amm., 2015, 419.
- CLARICH M., *Le autorità indipendenti tra regole, discrezionalità e controllo giudiziario*, in Foro amm. TAR, 2002, 3858.
- CLARICH M., *Per uno studio sui poteri normativi della Banca d'Italia*, in Banca impresa società, 1, 2003, 39.
- CLARICH M., *Profili giuridici della "sicurezza economica" nell'età della crisi*, in Giur. comm., 2012, 346.
- CLASSENS S., POSZAR Z., RATNOVSKI L., SINGH M., *Shadow Banking: Economics and Policy*, Imf Staff Discussion Note, 2012.
- CLEMENT P., MAES I., *The BIS and the Latin American debt crisis of the 1980s*, in MOLINA M.G., TRAUTWEIN H. (a cura di), *Peripheral Visions of Economic Development. New frontiers in development economics and the history of economic thought*, Oxon-New York, Routledge, 2016.
- CLEMENT P., *The Term "Macroprudential": Origins and Evolution*, BIS Quarterly Review (March), 59-67, 2010.
- COATES IV J.C., *Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Case Studies and Implications*, in Yale Law Journal, 2015, 882.
- CONTALDI G., *Politica economica e monetaria (diritto dell'Unione europea)*, voce in Enc. del diritto, Annali, IV, Milano, Giuffrè, 2011.

- CONTALDI G., *L'evoluzione dei poteri della Banca centrale europea*, in E. TRIGGIANI E., CHERUBINI F., INGRAVALLO I., NALIN E., VIRZO R. (a cura di), *Dialoghi con Ugo Villani*, Bari, Cacucci Editore, 2017, 531.
- CORRIAS L., *The empty place of European power: Contested democracy and the technocratic threat*, in *European Law Journal*, 2017, 482.
- COSTIR., *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 165.
- CRAIG P., *EU Administrative Law. The acquis*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2011, 329.
- CRAIG P., *Global networks and shared administration*, in S. CASSESE (a cura di), *Research Handbook on Global Administrative Law*, Northampton, Edward Elgar Pub., 2016.
- CRAWFORD J., *Lesson unlearned? Regulatory reform and financial stability in the Trump administration*, in *Columbia Law Review Online*, 2017, 127.
- CRAWFORD J., *Lesson Unlearned? Regulatory Reform and Financial Stability in the Trump Administration*, in *Columbia Law Review*, 2017, 127.
- CROCCO D., *Le autorità amministrative indipendenti di regolazione e vigilanza dei mercati. Lineamenti di diritto pubblico dell'economia*, Napoli, Jovene, 2012.
- CROCI F., *L'impatto della crisi finanziaria sugli aiuti di Stato al settore bancario*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 2014, 733.
- CROCKETT A., *Marrying the Micro and Macroprudential Dimensions of Financial Stability*, 21 settembre 2000, in *BIS Review* 76/2000.
- CROCKETT A., *The Theory and Practice of Financial Stability*, *Essays in International Finance*, 2, 1997.
- CUNIBERTI M., *Autorità amministrative indipendenti e Costituzione*, in *Riv. dir. cost.*, 2002, 15.
- CUNNINGHAM L.A., ZARING D., *The three or four approaches to financial regulation: a cautionary analysis against exuberance in crisis response*, in *George Washington Law Review*, 2009, 39.
- CURTIN D.M., *Delegation to EU Non-Majoritarian Agencies and Emerging Practices of Public Accountability*, in GERARDIN D., MUÑOZ R., PETT N. (a cura di), *Regulation through agencies in the EU. A new paradigm of European Governance*, Cheltenham, Elgar, 2005, 88.
- CUSHMAN R.E., *The Independent Regulatory Commissions*, New York, OUP, 1941.
- D'ALTERIO E., *Agenzie e autorità europee: la diafasia dei modelli di organizzazione amministrativa*, in *Dir. amm.*, 2012, 801.
- D'AMBROSIO R., *La stabilità finanziaria tra gli obiettivi della legislazione dell'Unione su mercati finanziari, SEVIF e Unione bancaria*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2017, 1469.
- D'AMBROSIO R., *Meccanismo di vigilanza unico* (voce), in *Enc. del dir.*, Milano, Giuffrè, *Annali IX*, 2016, 589.
- DATLA K., REVESZ R.L., *Deconstructing Independent Agencies (and Executive Agencies)*, in *Cornell Law Review*, 2013, 769.
- DAVIES H., GREEN D., *Banking on the Future. The Fall and Rise of Central Banking*, Oxford, OUP, 2010.
- DAVIS K.C., *"Judicial Control of Administrative Action": a Review*, in *Columbia Law Review*, 1966, 635.

- DAVIS K.C., *Administrative Law Treatise*, St. Paul, West Pub. Co., 1958.
- DE ALDISIO A., *Il Meccanismo di Risoluzione Unico. La distribuzione dei compiti tra il Comitato di risoluzione unico e le autorità di risoluzione nazionali e altri aspetti istituzionali*, in R. D'AMBROSIO (a cura di), *Scritti sull'Unione bancaria*, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale - Banca d'Italia, n. 81, Roma, 2016, 140.
- DE BELLIS M., *I poteri di intervento dell'Esma sulle vendite allo scoperto*, in *Giorn. dir. amm.*, 2015, 689.
- DE BELLIS M., *La regolazione dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2012.
- DE CECCO M., *Liberalizzazione valutaria: riflessioni di un economista*, in *La comunità internazionale: rivista trimestrale della Società Italiana per l'Organizzazione Internazionale*, 1987, 473.
- DE GIORGI N., *La funzione di sorveglianza sul sistema dei pagamenti in Italia*, Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale, n. 77, 2014.
- DE GRAUWE P., *Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed?*, in LSE "Europe in Question" Discussion Paper Series, no. 57, 2013, 29.
- DE GRAUWE P., *Economics of Monetary Union*, Oxford, OUP, 2016.
- DE GRAUWE P., *International Money: Post-War Trends and Theories*, Oxford, OUP, 1990.
- DE NITTO S., *A proposito della proporzionalità come criterio giuridico*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2017, 1035.
- DE PRETIS D., *Valutazione amministrativa e discrezionalità tecnica*, Cedam, Padova, 1995.
- DE WEIJS R., *Too Big to Fail as a Game of Chicken with the State: What Insolvency Law Theory Has to Say about TBTF and Vice Versa*, in *European Business Organization Law Review*, 2013, 201.
- DEHOUSSE R., *Misfits: EU Law and the Transformation of European Governance*, Jean Monnet Working Paper, 2, 2002, 13.
- DEHOUSSE R., *Regulation by Networks in the European Community: the Role of the European Agencies*, in *Journal of European Public Policy*, 1997, 246.
- DEJMEK WOODS P., *The measure of a regulator. The Office of Thrift Supervision, 1989-2011*, in STILLER J., *Banking Modern America. Studies in regulatory history*, New York, Routledge, 2017.
- DEL GATTO S., *Il problema dei rapporti tra la Bce e l'Abe*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 4, 2015.
- DELL'AMORE G., *Economia del risparmio familiare*, Milano, 1972.
- DELLA CANANEA G., *I procedimenti amministrativi composti dell'Unione europea*, in BIGNAMI F., CASSESE S. (a cura di), *Il procedimento amministrativo nel diritto europeo*, Quaderni della Riv. trim. dir. pubbl., Milano, Giuffrè, 2004, 307.
- DENOZZA F., *Discrezione e deferenza: il controllo giudiziario sugli atti delle autorità indipendenti "regolatrici"*, in *Mercato concorrenza regole*, 2000, 471.
- DERMINE J., *European Banking: past, present and future*, in *Second ECB Banking Conference on The Transformation of the European Financial System*, Frankfurt am Main, 2002.
- DEVINS N., LEWIS D.E., *Not-So Independent Agencies: Party Polarization and the Limits of Institutional Design*, in *Boston University Law Review*, 2008, 459.

- DI CLEMENTE A., *Stabilità finanziaria e rischio sistemico: problemi di stima e di regolazione*, Roma, Canterano, 2016.
- DI QUIRICO R., *Crisi dell'euro e crisi dell'Europa. La nuova governance economica europea e il futuro dell'integrazione*, Roma, Carocci, 2016.
- DI PORTO F., *Regolazione, principio di proporzionalità e scienze cognitive*, in federalismi.it, 4/2018.
- DIXON R.W., *The Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act: Why Reform in the Financial Services Industry Was Necessary and the Act's Projected Effects on Community Banking*, in Drake Law Review, 2001, 671.
- DOLEYS T.J., *Managing State Aid in a Time of Crisis: Commission Crisis Communications and the Financial Sector Bailout*, in Journal of European Integration, 2012, 549.
- DONATI F., *Crisi dell'euro, governance economica e democrazia nell'Unione europea*, in Diritto dell'Unione europea, 2013, 337.
- DONATI F., *Le autorità indipendenti tra diritto comunitario e diritto interno*, in Dir. Un. Eur., 2006, 27.
- DOW S.C., *Why the Banking System Should be Regulated*, in The Economic Journal, 106, 1996, 698.
- DUFF A.W.S., *Central Bank Independence and Macroprudential Policy: a Critical Look at the U.S. Financial Stability Framework*, in Berkeley Business Law Journal, 2014, 183.
- DWYER G. JR., *Wildcat Banking, Banking Panics, and Free Banking in the United States*, in Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, December 1996, 1.
- EICHENGREEN B., *European Monetary Integration with Benefit of Hindsight*, in Journal of Common Market Studies, 2012, 123.
- EICHENGREEN B., *Should the Maastricht Treaty be Saved?*, Princeton Studies in International Finance no. 74, 1992.
- EINAUDI L., *Money and Politics: European Monetary Unification and the International Gold Standard, 1865-1873*, Oxford, OUP, 2001.
- ELIASON A.O., *The rise of commercial banking institutions in the United States*, New York, Burt Franklin, 1901.
- ELLIOTT D.J., FELDBERG G., LEHNERT A., *The History of Cyclical Macroprudential Policy in the United States*, Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2013.
- FABBRINI S., *La crisi dell'euro e le sue conseguenze*, in Riv. trim. dir. pubbl., 2016, 651.
- FANTI V., *Dimensioni della proporzionalità. Profili ricostruttivi tra attività e processo amministrativo*, Torino, Giappichelli, 2012.
- FARAGUNA P., *La saga OMT: il diritto all'ultima parola tra Corte di giustizia e tribunali costituzionali*, in Giur. cost., 2017, 567.
- FARINA C.R., *Statutory Interpretation and the Balance of Power in the Administrative State*, in Columbia Law Review, 1989, 452.
- FEDERAL DEPOSIT INSURANCE, *A History of the Fdic. The First Fifty Years*, Washington DC, 1984.

- FELD L.P., EKKEHARD A., NIENHARDT D., *Ordoliberalism, Pragmatism and the Eurozone Crisis: How the German Tradition Shaped Economic Policy in Europe*, CESifo Working Paper no. 5368, 2015.
- FERNÁNDEZ DE LIS S., GARCÍA HERRERO A., *The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and Other Tools*, BBVA Working Paper no. 0918, 2009.
- FERRAN E., KERN A., *Can soft law bodies be effective? The special case of the European systemic risk board*, in *European Law Review*, 2011, 751.
- FERRARINI G., RECINE F., *Should the ECB Have More Say in Prudential Rule-making?*, in BUSCH D., FERRARINI G. (a cura di), *European Banking Union*, London, OUP, 2015, 140.
- FERRARO V., *I procedimenti amministrativi per la vigilanza prudenziale nei confronti delle imprese bancarie "significative". La natura del potere discrezionale esercitato dalle autorità coinvolte in tali procedimenti e la partecipazione dei soggetti interessati*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 1235.
- FIGLIOLA C., *I rapporti con le banche centrali nazionali*, e V. FERRARO, *Il rapporto tra il "Comitato unico di risoluzione" e le pubbliche amministrazioni nazionali*, in CHITTI M.P., SANTORO V. (a cura di), *L'Unione bancaria europea*, Pisa, Pacini Giuridica, 2016.
- FILOSA R., MAROTTA G., *Stabilità finanziaria e crisi. Il ruolo dei mercati, delle istituzioni e delle regole*, Bologna, il Mulino, 2011.
- FLAISZHAKER D., SCIASCIA G., *From the fiscal backstop to the establishment of a deposit guarantee scheme: the road towards a fully-fledged Eurozone*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2018, 73.
- FLETCHER W.A., *The Structure of Standing*, in *Yale Law Journal*, 1988, 221.
- FRANCHINI C., *Autonomia e indipendenza nell'amministrazione europea*, in *Dir. amm.*, 2008, 87.
- FRANCHINI C., *Le fasi e i caratteri del processo evolutivo dell'organizzazione amministrativa europea*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2017, 375.
- FREASE H., *A Political Paradox. A review of the United States Constitutional Law of Commerce and Currency, and Its History*, Philadelphia, John C. Winston Company, 1934.
- FREEMAN J., ROSS J., *Agency Coordination in Shared Regulatory Space*, in *Harvard Law Review*, 2012, 1131.
- FREGO LUPPI S.A., *L'amministrazione regolatrice*, Torino, Giappichelli, 1999.
- FREIXAS X., LAEVEN L., PEYDRÓ J.L., *Systemic Risk, Crises, and Macroprudential Regulation*, Cambridge (Massachusetts - US), MIT Press.
- FRIEDBERG B.J., GORDON A.S., *Judicial Review of the Federal Regulatory Agencies*, in *Annual Review of Banking Law*, 1988, 365.
- FRIEDMAN M., JACOBSON SCHWARTZ A., *A Monetary History of the United States: 1887-1960*, Princeton, Princeton University Press, 1987.
- GALANTI E., *Discrezionalità delle autorità indipendenti e controllo giudiziale*, Banca d'Italia - Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale, no. 64, 2009, 50.
- GALANTI E., *Le banche*, in GALANTI E., D'AMBROSIO R., GUCCIONE A.V., *Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa dall'Unità d'Italia al 2011*, Venezia, Marsilio, 2012, Collana storica della Banca d'Italia.

- GALATI G., MOESSNER R., *Macroprudential Policy: a Literature Review*, BIS Working Paper, no. 337, 2011, 3.
- GALLAROTTI G., *The Anatomy of an International Monetary Regime*, Oxford, OUP, 1995.
- GARDELLA A., *L'EBA e i rapporti con la Bce e con le altre autorità di supervisione e di regolamentazione*, in CHITI M.P., SANTORO V. (a cura di), *L'Unione bancaria europea*, Pisa, Pacini Giuridica, 2016, 115.
- GARLAND M.B., *Deregulation and Judicial Review*, in Harvard Law Review, 1985, 505.
- GASPARRI G., *I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti*, CONSOB - Quaderni Giuridici, 2017.
- GAUTHIER C., LEHAR A., SOUSSI M., *Macroprudential capital requirements and systemic risk*, Bank of Canada, 2010.
- GELLHORN E., ROBINSON G.O., *Perspectives in Administrative Law*, in Columbia Law Review, 771, 1975.
- GENESIN M.P., *L'attività di alta amministrazione fra indirizzo politico e ordinaria attività amministrativa. Riflessioni critiche su un sistema di governo multilivello*, Napoli, Jovene, 2009.
- GERLACH S., GNAN E., ULBRICH J. (a cura di), *The ESRB at 1*, Vienna, Suerf Study 2012/4, 2012.
- GERSEN J.E., *Administrative Law Goes to Wall Street: The New Administrative Process*, in Administrative Law Review, 2013, 689.
- GERTLER M., KARADI P., *A Model of Unconventional Monetary Policy*, Mimeo, NYU, 2009.
- GIANI L., *Spunti di riflessione in tema di controllo della discrezionalità tratti dall'ordinamento giuridico statunitense*, in Diritto Amministrativo, 1996, 769.
- GIANNINI C., *L'età delle banche centrali*, Bologna, il Mulino, 2004.
- GIANNINI C., *L'evoluzione del sistema dei pagamenti: una sintesi teorica*, in Moneta e credito, n. 162, 1988, 189.
- GIANNINI M.S., *Il potere discrezionale della pubblica amministrazione*, in Scritti, vol. I, Milano, Giuffrè, 2000.
- GIANNINI M.S., *Lezioni di diritto amministrativo*, Milano, Giuffrè, 1950.
- GIAVAZZI F., SPAVENTA L., *Why the current account may matter in a monetary union: lessons from the financial crisis in the euro area*, in BEBLAVÝ M., COBHAM D., ÒDOR L., *The Euro area and the financial crisis*, Cambridge, Cambridge University Press, 2011, 199.
- GILBART J. W., *The history of banking in America*, New York, Augustus M. Kelley Pubs., 1967, 1-2 (ristampa dell'edizione originale del 1837).
- GILBERT M., *European Integration: A concise History*, London, Rowman & Lifflefield Publishers, 2012.
- GIOVANNINI A., *Risk-free assets in financial markets*, in BIS Papers, *Sovereign risk: a world without risk-free assets?*, no. 72, July 2013, 73.
- GIOVANNINI A., *The Debate on Money in Europe*, MIT Press, 1995.
- GIUDICE G., MONTANINO A., *Il Patto di stabilità e crescita*, in Riv. di politica economica, 2003, 185.

- GIUSTI A., *Contributo allo studio di un concetto ancora indeterminato. La discrezionalità tecnica della pubblica amministrazione*, Napoli, ESI, 2007.
- GOLDENWEISER E.A., *Federal Reserve System in Operation*, New York, McGraw-Hill Book, 1925.
- GOODHART C.A.E., *Financial Stability from an historical perspective. Was the development of such supervision designed, or largely accidental?*, in MAYES D.G., WOOD G.E. (a cura di), *The Structure of Financial Regulation*, Abingdon, Routledge, 2006, 43.
- GOODHART C.A.E., SCHOENMAKER D., *Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be Separated?*, in Oxford Economic Papers, 1995, 539.
- GOODHART C.A.E., SEGOVIANO M., *Banking Stability Measures*, IMF Working Paper, gennaio 2009.
- GOODHART C.A.E., *The Central Bank and the Financial System*, Cambridge, MIT Press, 1995.
- GOODHART C.A.E., *The evolution of central banks*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1988.
- GOODHART C.A.E., *The Organizational Structure of Banking Supervision*, Special Paper 127, London School of Economics, 2000.
- GOODHART C.A.E., *The role of Macro-Prudential Supervision*, Federal Reserve Bank of Atlanta 2010 Financial Markets Conference “Up from the Ashes: The Financial System after the Crisis”, maggio 2010.
- GOODHART C.A.E., TSOMOCOS D.P. (a cura di), *Financial Stability in Practice. Towards an Uncertain Future*, Edward Elgar, Cheltenham, 2012.
- GOODHART C.A.E., TSOMOCOS D.P. (a cura di), *The Challenge of Financial Stability. A New Model and its Applications*, Cheltenham, Edward Elgar, 2012.
- GOODHART C.A.E., TSOMOCOS D.P., *Analysis of Financial Stability*, in SIKLOS P.L., BOHL M.T., BOHAR M.E. (a cura di), *Challenges in Central Banking: The Current Institutional Environment and Forces Affecting Monetary Policy*, Cambridge, Cambridge University Press, 2010.
- GOODHART C.A.E., *Which Lender of Last Resort For Europe?*, London, Central Banking Publications, 2000.
- GORDON J. N., *The Empty Call for Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation*, in Journal of Legal Studies (Special Issue), 2014, 351.
- GORTON G., *Banking theory and free banking history: a review essay*, in Journal of Monetary Economics, 16, 1985, 267.
- GORTON G., METRICK A., *Regulating the Shadow Banking System*, in Brookings Papers on Economic Activity, 2010, 279.
- GRANDE M., *Le Comité européen du risque systémique: l'approche européenne du risque systémique*, in Revue d'économie financière, 2011, 175.
- GRANT J.K., *What the Financial Services Industry Puts Together let no Person Put Asunder: How the Gramm-Leach-Bliley Act Contributed to the 2008-2009 American Capital Markets Crisis*, in Albany Law Review, 2010, 371.

- GREENE E., MCLLWAIN K., SCOTT J., *A Closer Look at "Too Big to Fail": National and International Approaches to Addressing Risks of Large, Interconnected Financial Institutions*, in *Capital Markets Law Journal*, 2010, 117.
- GREENSPAN A., *Remarks at a Conference on Risk Measurement and Systemic Risk*, Board of Governors of the Federal Reserve System, novembre 1995.
- GRISINGER J.L., *The Unwieldy American State. Administrative Politics since the New Deal*, New York, Cambridge University Press, 2012.
- GUALANDRI E., *Single Supervisory Mechanism e politiche macroprudenziali nell'Unione europea*, in *Banca impr. soc.*, 2015, 91.
- HAAR B., *Organizing Regional Systems: the EU Example*, in MOLONEY N., FERRAN E., PAYNE J. (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, OUP, 2015, 174.
- HADJIEMMANUIL C., *The European Central Bank and Banking Supervision*, Studies in International Financial & Economic Law, London, The London Institute of International Banking, Finance & Development Law, 1996.
- HANNOUN H., *Towards a global financial stability framework*, discorso tenuto alla 45esima SEACEN Governors' Conference, Siem Reap Province, 26-27 febbraio 2010.
- HARDING W.P.G., *The formative period of the Federal Reserve System during the world crisis*, London, Constable, 1925.
- HART H.M. JR., *The Power of Congress to Limit the Jurisdiction of Federal Courts: An Exercise in Dialectic*, in *Harvard Law Review*, 1362, 1953.
- HAZAKIS K.J., *The Political Economy of Economic Adjustment Programs in the Eurozone: A Detailed Policy Analysis*, in *Politics & Policy*, 2015, 822.
- HELWEGE J., *Financial Firm Bankruptcy and Systemic Risk*, in *Regulation*, 24.
- HERDEGEN M. J., *Price stability and budgetary restraints in the Economic and Monetary Union: the law as guardian of economic wisdom*, in *Common Market Law Review*, 1998, 9.
- HINAREJOS A., *Economic and Monetary Union*, in C. BARNARD, S. PEERS (a cura di), *European Union Law*, Oxford, OUP, 2013.
- HINAREJOS A., *The Euro Area Crisis in Constitutional Perspective*, Oxford, OUP, 2015.
- HOCKETT R.C., *The Macroprudential Turn: From Institutional 'Safety and Soundness' to Systematic Financial Stability' in Financial Supervision*, in *Virginia Law & Business Review*, 2015.
- HOFFMANN S., *Politics and Banking. Ideas, Public Policy, and the Creation of Financial Institutions*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 2001.
- HOFMANN H.C.H., TÜRK A.H. (a cura di), *EU Administrative Governance*, Cheltenham, Edward Elgar, 2006.
- HOWART D., QUAGLIA L., *The political economy of European banking union*, New York, OUP, 2016.
- HÜPKES E., *"Form Follows Function" - A New Architecture for Regulating and Resolving Global Financial institutions'*, in *European Business Organization Law Review*, 2009, 369.
- IBRIDO R., *Banca centrale europea* (voce), in *Digesto Discipline Pubblicistiche*, VII aggiornamento, Torino, Utet Giuridica, 90.

- IBRIDO R., *L'Unione bancaria europea. Profili costituzionali*, Torino, Giappichelli, 2017.
- IELO D., *Amministrazioni a rete e reti di amministrazioni: nuovi paradigmi della global governance*, in *Amministrare*, 2003, 373.
- ISSING O., *Monetary and Financial Stability: Is there a Trade-off?*, paper presentato alla conferenza "Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle", Basilea 28-29 marzo 2003.
- JACKSON R.J. JR., BARR M., METZGER G.E., ANDRIAS K., *Brief of Professors of Law and Finance as Amici Curiae Supporting Defendant*, in *METLIFE INC. V. FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL*, United States District Court, District of Columbia, 2017.
- JAFFE L., *Judicial Control of Administrative Action*, Boston, Little, Brown, 1965.
- JAFFE L., *Judicial Review: Constitutional and Jurisdictional Fact*, in *Harvard Law Review*, 953, 1957.
- JAFFE L., *The Right to Judicial Review*, in *Harvard Law Review*, 1958, 401.
- JAMES H., DRAGHI M., *Making the European Monetary Union*, Cambridge MA, Harvard University Press, 2012.
- JAMES H., *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, Washington - Oxford, IMF-OUP, 1996.
- KÁLMÁN J., *Administrative law aspects of the macroprudential regulation and supervision of the financial intermediary system - normativity, organisation, toolkit*, in *Financial and Economic Review*, 2016, 27.
- KEMMERER E.W., *Seasonal variations in the relative demand for money and capital in the United States*, Washington DC, National Monetary Commission, 1910.
- KENÇ T., *Macroprudential regulation: history, theory and policy*, in BIS - Monetary and Economic Department, *Macroprudential Policy. A joint CBRT/BIS/IMF conference on "Macroprudential policy: effectiveness and implementation challenges"*, Istanbul, 26-27 October 2015, BIS Papers no. 86, settembre 2016.
- KENEN P.B., *Economic and Monetary Union in Europe: Moving Beyond Maastricht*, 1995.
- KERWIN C.M., FURLONG S.R., *Rulemaking. How Government Agencies Write Law and Make Policy*, Washington Dc, CQ Press, 2011, 249.
- KISSINGER H.A., *The Chance for a New World Order*, NY Times, 12 gennaio 2009.
- KLUBES B.B., *The first Federal Congress and the First National Bank: a case study in constitutional interpretation*, in *Journal of the Early Republic*, 1990, 19.
- KNIGHT M. D., *Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability: six years on*, Address by the General Manager of the BIS at the 14th International Conference of Banking Supervisors, Mérida, 4-5 October 2006.
- KRAUS B., RASO C., *Rational Boundaries for SEC Cost-Benefit Analysis*, in *Yale Journal on Regulation*, 2013, 289.
- LAMANDINI M., *Il diritto bancario dell'Unione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, 423.
- LAMANDINI M., *La vigilanza diretta dell'Esma. Un modello per il futuro?*, in *Giur. comm.*, 2016, 448.

- LAMFALUSSY A., *La Centralisation des Risques Bancaires*, 9 dicembre 1976, Luxembourg, BISA, file 7.17 - Speeches, 5.
- LAMSON D.N., ALLEN H., *Financial Stability Oversight Council: Completely New or Deja Vu?*, BNA's Banking Rep., 974, 2011.
- LAMY P., BUSSON H., *Pourquoi l'euro?*, in *Regards croisés sur l'économie*, 2012, 12.
- LANDIS J.M., *The Administrative Process*, New Haven, Yale University Press, 1938.
- LASTRA R.M. (a cura di), *Cross-border bank insolvency*, Londra, OUP, 2009.
- LASTRA R.M., *Central Banking and Banking Regulation*, London, London School of Economics and Political Science, 1996.
- LASTRA R.M., *Central Banking and Banking Regulation*, London, LSE, 1996.
- LASTRA R.M., *International financial and monetary law*, Oxford, OUP, 2015, 221.
- LASTRA R.M., *Legal Foundations of International Monetary Stability*, Oxford, OUP, 2006.
- LASTRA R.M., *The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe*, in *The Columbia Journal of European Law*, 2003, 1.
- LASTRA R.M., WOOD G., *The Crisis of 2007-09: Nature, Causes, and Reactions*, in COTTIER T., JACKSON J.H., LASTRA R.M., *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, Oxford, OUP, 2012, 24.
- LEDDA F., *Potere, tecnica e sindacato giudiziario sull'amministrazione pubblica*, in *Dir. proc. amm.*, 1983, 371.
- LEMMA V., *«Too big to escape»: un significativo chiarimento sull'ambito di applicazione del Single Supervisory Mechanism*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2017, 75.
- LEVI-FAUR D., *Regulatory networks and regulatory agencification: towards a Single European Regulatory Space*, in *Journal of European Public Policy*, 2011, 810.
- LEVIN R.M., *Identifying Questions of Law in Administrative Law*, in *Georgetown Law Journal*, 1985, 1.
- LEVITIN A.J., *In defense of bailouts*, in *The Georgetown Law Journal*, 2009, 437.
- LIBERATI M., *La crisi del settore bancario tra aiuti di Stato e meccanismi di risanamento e risoluzione*, in *Riv. it. dir. pubbl. comun.*, 1339, 2014.
- LICHTENSTEIN C.C., *International Standards for Consolidated Supervision of Financial Conglomerates: Controlling Systemic Risk*, in *Brook. Journal of Int. Law*, 1993, 137.
- LIVINGSTON J., *Origins of the Federal Reserve System*, Ithaca, NY, Cornell University Press, 1986.
- LO SCHIAVO G., *The Role of Financial Stability in EU Law and Policy*, Croydon, Wolters Kluwer, 2017.
- LOISELY O., POMMERETZ A., PORTIERX F., *Monetary policy and herd behavior in new-tech investment*, Banque de France, 2009.
- LONGOBARDI N., *Autorità amministrative indipendenti e sistema giuridico istituzionale*, Torino, Giappichelli, 2009.

- LOUIS J., *The Economic and Monetary Union: Law and Institutions*, in *Common Market Law Review*, 2004, 575.
- LUCHENA G., *Autorità indipendenti e costituzione economica*, in *Amministrazione in cammino*, 11, 2016.
- LUI A., *Financial Stability and Prudential Regulation. A comparative approach to the UK, US, Canada, Australia and Germany*, London - New York, Routledge, 2017.
- LUPO N., IBRIDO R., *Which democratic oversight on the Banking Union? The role of the Euro-national parliamentary system*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2015, 289.
- MACCHIA M., *L'architettura europea dell'unione bancaria tra tecnica e politica*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2015, 1579.
- MACCHIA M., *Meccanismo di vigilanza unico: il riparto di competenze tra Bce e autorità nazionali*, in *Giorn. dir. amm.*, 2017, 779.
- MACCHIA M., *Modelli di coordinamento della vigilanza bancaria*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2016, 367.
- MACCHIA M., *Questione amministrativa e cooperazione dopo Lisbona: un nesso inscindibile*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2012, 85.
- MAES I., *Alexandre Lamfalussy et les tentatives de la BRI pour éviter un endettement excessif en Amérique latine dans les années 1970*, in *Histoire Économie & Société*, 2011, 59.
- MAES I., *On the origins of the BIS macro-prudential approach to financial stability: Alexandre Lamfalussy and financial fragility*, Working Paper Research, no. 176, De Nationale Bank van België, ottobre 2009.
- MAGLIARI A., *I procedimenti amministrativi di vigilanza bancaria nel quadro del Single Supervisory Mechanism. Il caso dell'applicazione dei diritti nazionali da parte della Bce*, in *Riv. dir. banc.*, 11, 2015, 9.
- MAGLIARI A., *Il sistema di ripartizione delle competenze all'interno del Single Supervisory Mechanism: una questione di "significatività". Considerazioni critiche a margine della sentenza Landeskreditbank Baden-Württemberg c. BCE.*, in *Riv. dir. banc.*, 9, 2017.
- MAJONE G., *The Credibility Crisis of Community Regulation*, in *Journal of Common Market Studies*, 273.
- MANCINI M., *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking union*, in *Banca d'Italia - Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, 2013, 44.
- MANETTI M., *Poteri neutrali e Costituzione*, Milano, Giuffrè, 1994.
- MANETTI M., voce *Autorità indipendenti*, in *Enc. giur.*, Treccani, IV, Roma, 1997.
- MARCHETTI B., *Pubblica amministrazione e corti negli Stati Uniti: il judicial review sulle amministrative agencies*, Padova, Cedam, 2005.
- MARKHAM J.W., *Banking Regulation: Its History and Future*, in *North Carolina Banking Institute*, 221, 7.
- MARZUOLI C., *Potere amministrativo e valutazioni tecniche*, Milano, Giuffrè, 1985.
- MARTINELLI E., *Autorità indipendenti e politica*, in *Amministrare*, 1, 2000, 127.

- MASERA R. (a cura di), *Sfide e opportunità della regolamentazione bancaria: diversità, proporzionalità e stabilità*, Ecra, 2016.
- MASHAW J.L., *The Story of Motor Vehicle Manufacturers Association of the U.S. v. State Farm Mutual Automobile Insurance Co.: Law, Science and Politics in the Administrative State*, in STRAUSS P.L. (a cura di), *Administrative Law Stories*, New York, Foundation Press, 2006.
- MATHEWS J., *Searching for Proportionality in U.S. Administrative Law*, 2015, in RANCHORDÁS S., DE WAARD B. (A CURA DI), *The Judge and the Proportionate Use of Discretion: A Comparative Administrative Law Study*, Abingdon-on-Thames, Routledge, 2015.
- MAZZAMUTO M., *L'atipicità delle fonti nel diritto amministrativo*, in *Dir. amm.*, 2015, 683.
- MCPHILEMY S., BRIAULT C., URBAN S., VARGHESE R., *Review of the New European System of Financial Supervision (ESFS). Part 2: the work of the European Systemic Risk Board - The ESF'S Macro-prudential Pillar*, Bruxelles, European Parliament - Directorate-General for Internal Policies - Economic and Monetary Affairs, 2013.
- MCPHILEMY S., *Integrating macro-prudential policy: central banks as the 'third force' in EU financial reform*, in *West European Politics*, 2016, 526.
- MEISSNER C.M., *A New World Order: Explaining the Emergence of the Classical Gold Standard*, NBER Working Paper no. 9233, 2002.
- MELTZER A. H., *A History of the Federal Reserve*, Chicago - London, University of Chicago Press, vol. I.
- MERRILL T. W., *Capture Theory and the Courts: 1967-1983*, in *Chicago-Kent Law Review*, 1997, 1039.
- MERRILL T.W., HICKMAN K.E., *Chevron's Domain*, in *Georgetown Law Journal*, 2001, 833.
- MERUSI F., "Ex pluribus unum"? I termini del problema sull'unificazione dei regolatori finanziari, in *Banca impr. soc.*, 2001, 423.
- MERUSI F., *Giustizia amministrativa e autorità indipendenti*, in *Annuario AIPDA 2002*, Milano, 2003, 175.
- MERUSI F., *Variazioni su tecnica e processo*, in *Dir. proc. amm.*, 2004, 974.
- MESSINEO D., *Sistema di garanzia dei depositi nell'Unione europea* (voce), in *Enciclopedia del Diritto - Annali IX*, Milano, Giuffrè, 2016, 960.
- METZGER G.E., *Through the Looking Glass to a Shared Reflection: the Evolving Relationship Between Administrative Law and Financial Regulation*, in *Law & Contemporary Problems*, 2015, 129.
- MILLER G.P., *The future of the dual banking system*, in *Brooklyn Law Review*, 1987, 12.
- MISHKIN F.S., *Monetary Policy and the Dual Mandate*, Remarks at Bridgewater College, Bridgewater, Virginia, 10 aprile 2007, in www.bis.org/review/r070413g.pdf.
- MITCHELL W.C., *A History of the Greenbacks, with Special Reference to the Economic Consequences of Their Issue: 1862-1865*, Chicago, University of Chicago Press, 1903.
- MOHANTY M.S., SCATIGNA M., *Has globalization reduced monetary policy independence?*, in *Globalisation and monetary policy emerging markets*, BIS Papers no. 23, maggio 2005.
- MONACI E., *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, Milano, Giuffrè, 2007.

- MOORHOUSE A., *An Introduction to Financial Soundness Indicators*, Bank of England, Monetary & Financial Statistics, febbraio 2004.
- MORENO A.M., *Presidential Coordination of the Independent Regulatory Process*, in *Administrative Law Journal of the American University*, 1994, 461
- MORETTINI S., *Il Fondo monetario internazionale e le reti globali di regolatori finanziari*, in BATTINI S. (a cura di), *La regolazione globale dei mercati finanziari*, Milano, Giuffr , 2007, 293.
- MOURLON-DRUOL E., *Banking Union in Historical Perspective: The Initiative of the European Commission in the 1960s-1970s*, in *Journal of Common Market Studies*, 2016, 913.
- MULGAN R., *Holding Power to Account: Accountability in Modern Democracies*, Basingstoke, Palgrave MacMillan, 2003.
- MULLER H.J., *Address to the 5th International Conference of Banking Supervisors*, 16 maggio 1988.
- MURPHY E.V., BERNIER M.B., *Financial Stability Oversight Council: A Framework to Mitigate Systemic Risk*, in ROBINSON B., ADAMS J.M. (a cura di), *Financial Stability Oversight Council. Overview and Select Studies*, New York, Nova Science Publishers Inc., 2012.
- MYKLEBUST T., *Form and Function of the ESRB: A Critical Analysis*, in ANDENAS M., DEIPENBROCK G. (a cura di), *Regulating and Supervising European Financial Markets. More Risks than Achievements*, Oslo, Springer, 2016, 43.
- NAPOLETANO G., *La risposta europea alla crisi del debito sovrano: il rafforzamento dell'unione economica e monetaria. Verso l'unione bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 747.
- NAPOLETANO G., *Legal aspects of macroprudential policy in the United States in the European Union*, Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, 76, giugno 2014.
- NAPOLITANO G. (a cura di), *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, Bologna, il Mulino, 2012.
- NAPOLITANO G., *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giorn. dir. amm.*, 2008, 1083.
- NAPOLITANO G., *La nuova governance economica europea: il Meccanismo di stabilit  e il Fiscal Compact*, in *Giorn. dir. amm.*, 2012, 461.
- NAPOLITANO G., *The transformations of comparative administrative law*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2017, 997.
- NAPOLITANO G., ZOPPINI A., *Autorit  indipendenti e mercati di fronte alla crisi economica. Cronistoria e prospettive di una riforma*, Bologna, il Mulino, 2009.
- NATTER R., *National bank preemption and the Financial Crisis of 2008*, in STILLER J., *Banking Modern America. Studies in regulatory history*, New York, Routledge, 2017, 111.
- NEDERGAARD P., SNAITH H., *"As I drifted on a River I Could Not Control": The Unintended Ordoliberal Consequences of the Eurozone Crisis*, in *Journal of Common Market Studies*, 2015.
- NESVETAILOVA A. (a cura di), *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*, New York, Routledge, 2018.
- NEWMAN F.N., *Consolidating the federal bank regulatory agencies*, novembre 1993.
- NIGRO M., *Profili pubblicistici del credito*, Milano, Giuffr , 1969.

- OCCHIENA M., *La riforma della vigilanza finanziaria dell'Unione europea*, in *Il diritto dell'economia*, 2010, 637.
- OMAROVA S.T., *One Step Forward, Two Steps Back? The Institutional Structure of U.S. Financial Services Regulation after the Crisis of 2008*, Cornell Law School research paper no. 16-2, 2014.
- PADOA-SCHIOPPA T., *Regulating Finance*, Oxford, OUP, 2004.
- PADOA-SCHIOPPA T., *L'euro e la sua banca centrale. L'unione dopo l'Unione*, Bologna, il Mulino, 2004.
- PADOA-SCHIOPPA T., *Global macroprudential regulation*, in CLAESSENS S., EVANOFF D., KAUFMAN G. (a cura di), *Macro-prudential Regulatory Policies: The New Road to Financial Stability?*, World Scientific, 2011.
- PADOA-SCHIOPPA T., *Il governo dell'economia*, Bologna, il Mulino, 1997.
- PADOA-SCHIOPPA T., *L'euro e la sua banca centrale. L'unione dopo l'Unione*, Bologna, il Mulino, 2004.
- PADOA-SCHIOPPA T., *L'Europa verso l'unione monetaria. Dallo Sme al trattato di Maastricht*, Torino, Einaudi, 1992.
- PADOA-SCHIOPPA T., SACCOMANNI F., *Managing a market-led financial system*, in KENEN P.B. (a cura di), *Managing the World Economy: Fifty years after Bretton Woods*, Washington DC, Institute for International Economics, 1994.
- PADOA-SCHIOPPA T., *The road to monetary union in Europe. The emperor, the kings, and the genies*, Oxford, OUP, 2000.
- PAN E., *Organizing Regional Systems: The US Example*, in MOLONEY N., FERRAN E., PAYNE J. (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, OUP, 2015, 203.
- PARKER R., *The Historic Basis of Administrative Law: Separation of Powers and Judicial Supremacy*, in US SENATE, *Separation of Powers and the Independent Agencies: Cases and Selected Readings*, Washington D.C., 1969, 1245.
- PARRAVICINI G., *Il sistema monetario di Bretton Woods*, in *Critica economica*, 1947.
- PARRISH M.E., *Securities Regulation and the New Deal*, New Haven, Yale University Press, 1970.
- PEREZ R., *La crisi del debito pubblico*, in *Riv. Trim. Dir. Pubbl.*, 2016, 669.
- PERICU G., *Brevi riflessioni sul ruolo istituzionale delle autorità indipendenti*, in *Dir. amm.*, 1996, 4.
- PIERCE R.J. JR., *Chevron and Its Aftermath: Judicial Review of Agency Interpretations of Statutory Provisions*, in *Vanderbilt Law Review*, 1988, 301.
- PIERCE R.J., SHAPIRO S.A., VERKUIL P.R., *Administrative Law and Process*, New York, Foundation Press, 1999.
- PISANI-FERRY J., SAPIR A., WOLFF G.B., *EU-IMF Assistance to Euro Area Countries: An Early Assessment*, Bruegel Institute, giugno 2013.
- POIARES MADURO M., *A New Governance for the European Union and the Euro: Democracy and Justice*, in *RSCAS Policy Papers*, 2012.

- PORCHIA O., *Il ruolo della Corte di giustizia dell'Unione europea nella governance economica europea*, in *Dir. un. eur.*, 2013, 593.
- POSZAR Z., ADRIAN T., ASHCRAFT A., BOESKY H., *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, no. 458, 2010.
- POSZAR Z., *The Rise and Fall of the Shadow Banking System*, in *Regional Financial Review*, Moody's, 2008.
- PRATI A., SCHINASI G.J., *Financial Stability in European Economic and Monetary Union*, Princeton (NJ), Princeton Studies in International Finance no. 86, 1999.
- PREDIERI A., *L'erompere delle Autorità amministrative indipendenti*, Firenze, Passigli editore, 1997.
- PWG, *Policy Statement on Financial Market Developments*, in *Law & Business Review of the Americas*, 2008, 447.
- QUAGLIA L., *The politics of financial services regulation and supervision reform in the European Union*, in *European Journal of Political Research*, 2007, 269.
- RADICATI DI BROZOLO L., *Some Legal Aspects of the European Monetary System*, in *Rivista di diritto internazionale*, 1980, 339.
- RANGONE N., voce *Regolazione*, in CASSESE S. (a cura di), *Dizionario di diritto pubblico*, Milano, Giuffrè, 2006, 2057.
- RAWLINGS P., *All Change: The Fall of the FSA and the Further Rise of the Bank of England*, in *Banking and Financial Services Policy Report*, 30, 4, 2011.
- REHMAN S.S., *The Path to European Economic and Monetary Union*, New York, Kluwer Academic Publishers, 1997.
- REINHART C.M., ROGOFF K.S., *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*, il Saggiatore, 2010.
- REPULLO R., SAURINA J., TRUCHARTE C., *Mitigating the Procyclicality of Basel II*, in DEWATRIPONT M., FREIXAS X., PORTES R., *Macroeconomic Stability and Financial regulation: Key Issues for the G20*, RBWC-CEPR, 2009.
- RIVOSACCHI G., *Il Patto di stabilità al vaglio della Corte di giustizia, tra riaffermazione della legalità comunitaria e mancata giustiziabilità sostanziale degli equilibri finanziari dell'Unione*, *Rivista AIC*, settembre 2004.
- ROBERTSON R., *The Comptroller and bank supervision: A historical appraisal*, Washington DC, Office of the Comptroller of the Currency, 1968.
- ROCHON L., ROSSIS., *The Encyclopedia of Central Banking*, Edward Elgar Publishing, 2015.
- ROCKOFF H., *Free banking era: a Reexamination*, in *Journal of Money Credit and Banking*, 6, 1974, 141.
- SACCHETTI U., *Bretton Woods e i piani monetari internazionali*, Roma, Edizioni italiane, 1947.
- SALTARI L., *Amministrazioni nazionali in funzione comunitaria*, Milano, Giuffrè, 2007.
- SANCHEZ-CUENCA I., *From a Deficit of Democracy to a Technocratic Order: The Post Crisis Debate in Europe*, in *Annual Review of Political Science*, 2017, 351.

- SANDULLI A., *La scienza italiana del diritto pubblico e l'integrazione europea*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2005, 859.
- SANDULLI A., *La proporzionalità dell'azione amministrativa*, Cedam, Padova, 1998.
- SARCINELLI M., *The European Central Bank: A Full-Fledged Scheme or Just a «Fledgeling»*, in Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, 1992, 119.
- SAURINA J., TRUCHARTE C., *An assessment of Basel II procyclicality in mortgage portfolios*, in Journal of Financial Services Research, vol. 32, 1-2, ottobre 2007.
- SAVINO M., *L'organizzazione amministrativa dell'Unione europea*, in DE LUCIA L., MARCHETTI B. (a cura di), *L'amministrazione europea e le sue regole*, Bologna, il Mulino, 2015.
- SCACCIA G., *Il principio di proporzionalità*, in S. Mangiameli (a cura di), *L'ordinamento europeo. L'esercizio delle competenze*, II, Milano, Giuffrè, 2006, 258.
- SCALIA A., *The Doctrine of Standing as an Essential Element of the Separation of Powers*, in Suffolk University Law Review, 1983, 881.
- SCHABERG R.A., BIDDLE L. R., *Financial institutions answer book: Law, Governance, Compliance*, Practising Law Institute, 2017.
- SHELLER H.K., *The European Central Bank. History, role and functions*, BCE, Frankfurt am Main, 2004, 15.
- SCHERF G., *Financial Stability Policy in the Euro Zone: the political economy of national banking regulation in an integrating monetary union*, Wiesbaden, Springer Gabler, 2014.
- SCHINASI G.J., *Defining Financial Stability*, IMF, 2004, WP/04/187.
- SCHINASI G.J., *Safeguarding Financial Stability Theory and Practice*, IMF, 2005.
- SCHLESINGER A.M. JR., *The Age of Roosevelt: The Coming of the New Deal*, Boston, Houghton Mifflin, 1959.
- SCHNEIDER U.H., *The Harmonization of EC Banking Laws: The Euro-passport to Profitability and International Competitiveness of Financial Institutions*, in Law & Policy in International Business, 1991, 267.
- SCHOENMAKER D., *Banking Supervision and Resolution: the European Dimension*, in Law and Financial Market Review, 2012, 52.
- SCHOENMAKER D., *Central Banks Role in Financial Stability*, in CAPRIO G. (a cura di), *Safeguarding Global Financial Stability: Political, Social, Cultural and Economic Theories and Models*, Elsevier, 2013, 271.
- SCHOENMAKER D., *The financial trilemma*, in Economic Letters, 2011, 57.
- SCHÜLER M., *How do banking supervisory deal with Europe-wide systemic risk?*, ZEW Discussion Paper no. 3, 2003.
- SCHULTZ BRESSMAN L., *Beyond Accountability: Arbitrariness and Legitimacy in the Administrative State*, New York University Law Review, 2003, 461.
- SCHULTZ BRESSMAN L., *Procedures as Politics in Administrative Law*, in Columbia Law Review, 2007, 1749.
- SCHULTZ BRESSMAN L., THOMPSON R.B., *The Future of Agency Independence*, in Vanderbilt Law Review, 2010, 599.

- SCHWARCZ S., *Systemic risk*, in *The Georgetown Law Journal*, 2008, 194.
- SCHWARCZ S.L., *Intermediary risk in a global economy*, in *Duke Law Journal*, 2001, 1541.
- SCIASCIA G., *Credit Rating Agencies in the Context of EU Regulation of Financial Markets: Developments, Standards, Public Functions*, in CHITI E., VESPERINI G. (a cura di), *The administrative Architecture of Financial Integration Institutional Design, Legal Issues, Perspectives*, Bologna, il Mulino, 2016.
- SCIASCIA G., *I profili pubblicistici del credito tra dimensione nazionale e innovazioni sovranazionali*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2017, 413.
- SCIASCIA G., *Unione bancaria - La revisione quasi-giurisdizionale delle decisioni in materia di supervisione e risoluzione*, in *Banca impr. soc.*, 2015, 363.
- SCIASCIA G., *Il Meccanismo di vigilanza unico al vaglio della Corte di Giustizia*, in *federalismi.it*, 19/2018.
- SCOCA F.G., voce *Attività amministrativa*, in *Enc. del dir.*, Agg. VI, Milano, Giuffrè, 2002, 97.
- SCREPANTI S., *La dimensione ultrastatale delle autorità indipendenti: i "sistemi comuni" europei e globali*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2009, 913.
- SCUDERI G., *Il sistema monetario internazionale*, Roma, 1983.
- SENDEN L., *Soft law in European Community Law*, Oxford, Hart Publishing, 2004.
- SESTER P., *Towards a transnational bank restructuring law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2010, 512.
- SHAPIRO M., *The Supreme Court and Administrative Agencies*, New York, The Free Press, 1968.
- SHAPIRO M., *Who Guards the Guardians? Judicial Control of Administration*, Athens, University of Georgia Press, 1988.
- SHAPIRO S.A., LEVY R.E., *Judicial Incentives and Indeterminacy in Substantive Review of Administrative Decisions*, *Duke Law Journal*, 1995, 1049.
- SHAW C.W., *"The Man in the Street Is for It": The Road to the FDIC*, in *Journal of Policy History*, 2015, 36.
- SHEP MELNICK R., *Regulation and the courts. The case of the Clean Air Act*, Washington D.C., Brookings Institution, 1983.
- SHIN H.S., *Financial intermediation and the post-crisis financial system*, BIS Working Papers no. 304, marzo 2010.
- SIBERT A., *A systemic risk warning system*, in *Vox.eu*, gennaio 2010.
- SIBERT A., *A Systemic Risk Warning System*, London, Birkbeck ePrints, 2010.
- SICLARI D. (a cura di), *Italian Banking and Financial Law. I. Supervisory Authorities and Supervision*, Basingstoke - New York, Palgrave Macmillan, 2015.
- SICLARI D., *Costituzione e autorità di vigilanza bancaria*, Padova, Cedam, 2007.
- SICLARI D., *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009, 45.

- SICLARI D., *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, in Banca borsa tit. cred., 2016, 481.
- SICLARI D., *Gli intermediari bancari e finanziari tra regole di mercato e interesse pubblico*, Napoli, Jovene, 2012.
- SICLARI D., *La regolazione bancaria e dei mercati finanziari: dalla 'neutralizzazione' dell'indirizzo politico sul mercato all'unificazione europea*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2016, 189.
- SIDNEY BOLLES A., *The financial history of the United States, from 1774 to 1885*, New York, D. Appleton and Company, 1879-1886, vol. I.
- SIMONCINI M., *Nuovi regolatori e vecchi principi nel diritto dell'UE. Poteri e limiti delle autorità europee di vigilanza finanziaria*, in Nomos, 1, 2016.
- SLAUGHTER A.M., *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2005.
- SMITS R., *The European Central Bank - Institutional Aspects*, The Hague, Kluwer Law International, 1999.
- SMITS R.J.H., *Some Aspects of the Monetary Law of the European Community*, in *Legal Issues of European Integration*, 1983, 73.
- SNELL J., *The Trilemma of European Economic and Monetary Integration, and Its Consequences*, in *European Law Journal*, 2016, 157.
- SNYDER F., *EMU - Integration and Differentiation: Metaphor for European Union*, in CRAIG P., DE BÜRCA G. (a cura di), *The Evolution of EU Law*, Oxford, OUP, 2011.
- SOMEKA., *Delegation and Authority: Authoritarian Liberalism Today*, in *European Law Journal*, 2015, 340.
- SPATTINI G.C., *Le decisioni tecniche dell'amministrazione e il sindacato giurisdizionale*, in *Dir. proc. amm.*, 2011, 133.
- SPONG K., *Banking Regulation. Its purposes, Implementation, and Effects*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2000.
- SPRAGUE I.H., *Bailout: An Insider's Account of Bank Failures and Rescues*, Beard Books, 1986, 149.
- SPRAGUE O.M.W., *History of crises under the National Banking System*, Washington DC, National Monetary Commission, 1910.
- STAMMATI G., *Il sistema monetario internazionale*, Torino, Boringhieri, 1973.
- STAMMATI G., *Moneta*, in *Enc. del diritto*, XXVI, Milano, Giuffrè, 1976.
- STANGHELLINI L., *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in AA.VV., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale, 2014, 147.
- STANTON T.H., *Bank Supervision: Unfinished Business from the Financial Crisis*, in *Banking & Financial Services Policy Report*, 2014, 1.
- STEELMAN A., *The Federal Reserve's "Dual Mandate": The Evolution of an Idea*, Federal Reserve Bank of Richmond, 2011.
- STEIL B., *The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*, Princeton University Press, 2013.

- STEIN J.C., *Incorporating Financial Stability Considerations into a Monetary Policy Framework*, Remarks at the International Research Forum on Monetary Policy, Washington D.C., 21 marzo 2014.
- STEWART R., *The Reformation of American Administrative Law*, in Harvard Law Review, 1975, 1695.
- STILLER J., *Banking Modern America. Studies in regulatory history*, New York, Routledge, 2017.
- STRAUSS P.L., *Administrative Justice in the United States*, Durham, Carolina Academic Press, 2016.
- STRAUSS P.L., *An Introduction to Administrative Justice in the United States*, Durham, Carolina Academic Press, 1989, 15.
- STRAUSS P.L., RAKOFF T.D., FARINA C.R., METZGER G.E., *Gellhorn and Byse's Administrative Law. Cases and Comments*, New York, Thomson Reuters/Foundation Press, 2011.
- STREECK W., *Heller, Schmitt and the Euro*, in European Law Journal, 2015, 361.
- STRINGER MUSSELMAN M., *U.S. Treasury Department Plan for the Overhaul of Financial Institution Regulation*, in Consumer Finance Law Quarterly Report, 2007, 847.
- SUMNER W.G., *A history of Banking in the United States*, vol. I, 1896.
- SUNSTEIN C.R., *Beyond Marbury: The Executive's Power to Say What the Law Is*, in Yale Law Journal, 2580, 2006.
- SUNSTEIN C.R., *Constitutionalism after the New Deal*, in Harvard Law Review, 1987, 421.
- SUNSTEIN C.R., *Law and Administration After Chevron*, in Columbia Law Review, 1990, 2071.
- TARASHEV N., BORIO C., TSATSARONIS K., *Attributing systemic risk to individual institutions*, BIS Working Papers, no. 308, maggio 2010.
- TARULLO D.K., *Financial Stability Regulation*, remarks at the University of Pennsylvania Law School, 2012.
- TARULLO S., *Discrezionalità tecnica e sindacato giurisdizionale: l'ottica comunitaria ed i profili evolutivi*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2002, 1385.
- TEIXEIRA P.G., *The Regulation of the European Financial Market after the Crisis*, in DELLA POSTA P., TALANI L.S., *Europe and the Financial Crisis*, Chippenham, Palgrave Macmillan, 2011, 9.
- TEIXEIRA P.G., *The Single Supervisory Mechanism: Legal and Institutional Foundations*, in AA.VV., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, no. 75, 2014.
- THIEMANN M., ALDEGWY M., IBROCEVIC E., *Understanding the shift from micro- to macro-prudential thinking: a discursive network analysis*, in Cambridge Journal of Economics, 2018, 935.
- THORNTON H., *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, 1802.
- TIETMEYER H., *International cooperation and coordination in the area of financial market supervision and surveillance*, in www.fsb.org/wp-content/uploads/r_9902.pdf

- TONVERONACHIM., *The ECB and the Single European Financial Market: A Proposal to Repair Half of a Flawed Design*, in Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief no. 137, 2014.
- TORCHIA L., *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*, in CARCANO G., MOSCA C., VENTORUZZO M. (a cura di), *Regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, Giuffrè, 2016, 376.
- TORCHIA L., *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, Cedam, 1992.
- TORCHIA L., *Moneta, banca e finanza fra unificazione europea e crisi economica*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2015, 1501.
- TOSATO G.L., *L'integrazione europea ai tempi della crisi dell'euro*, in Riv. dir. internaz., 2012, 681.
- TRICHET J.C., *Credible alertness revisited*, intervento al simposio su *Financial stability and macroeconomic policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 22 agosto 2009.
- TRIFFIN R., *Gold and the Dollar*, New Haven, Yale University Press, 1960.
- TRIFFIN R., *Il sistema monetario internazionale: ieri, oggi e domani*, Torino, Einaudi, 1973.
- TRIMARCHI BANFI F., *Lezioni di diritto pubblico dell'economia*, Torino, Giappichelli, 2016.
- TUORI K., TUORI K., *The Eurozone Crisis. A Constitutional Analysis*, Cambridge, Cambridge University Press, 2014.
- UGOLINI S., *The evolution of central banking. Theory and history*, London, Palgrave Macmillan, 2017.
- URANIA-GALETTA D., *Principio di proporzionalità e sindacato giurisdizionale nel diritto amministrativo*, Milano, Giuffrè, 1998.
- VAN RIET A., *Addressing the safety trilemma: a safe sovereign asset for the eurozone*, in ESRB Working Paper Series, no. 35, febbraio 2017.
- VAN RIET A., *Safeguarding the euro as a currency beyond the state*, ECB Occasional Paper Series, no. 173, maggio 2016.
- VANDONE L., *Il sistema monetario dell'eurodollaro*, Milano, Franco Angeli, 1978.
- VERDE A., *Unione monetaria e nuova governance europea: teorie, istituzioni, politica economica*, Roma, Carocci, 2012.
- VERDUN A., *The Role of the Delors Committee in the Creation of the EMU: An Epistemic Community?*, in Journal of European Public Policy, 1999, 308.
- VERLOREN VAN THEMAAT P., *Some preliminary observations on the intergovernmental conferences: the relations between the concepts of a common market, a monetary union, an economic union, a political union and sovereignty*, in Common Market Law Review, 1991, 291.
- VESPERINI G., *La crisi e le nuove amministrazioni*, in Riv. trim. dir. pubbl., 2016, 695.
- VESPERINI G., *Le funzioni delle Autorità amministrative indipendenti*, in Dir. Banca e merc. fin., 1990, 415.
- VILLAMENA S., *Contributo in tema di proporzionalità amministrativa*, Milano, Giuffrè, 2008.
- VIVES X., *The Supervisory Function of the European System of Central Banks*, in Giornale degli economisti e annali di economia, 1992, 523.

- WEISMANN P., *European agencies and risk governance in EU financial market law*, Abingdon - New York, Routledge, 2016.
- WEISS F., KAMMEL A.J. (a cura di), *The changing landscape of global financial governance and the role of soft law*, Leiden-Boston, Brill, 2015.
- WEST R., *Banking Reform and the Federal Reserve*, Ithaca, NY, Cornell University Press, 1977.
- WHITE E., *The Regulation and Reform of the American Banking System*, Princeton, Princeton University Press, 1983.
- WHITE N., "To Establish a More Effective Supervision of Banking". *How the Birth of the Fed Altered Bank Supervision*, in BORDO M.D., ROBERDS W. (a cura di), *The Origins, History and Future of the Federal Reserve. A Return to Jekyll Island*, New York, Cambridge University Press, 2013.
- WILLKE H., BECKER E., ROSTÁSY C., *Systemic Risk: The Myth of Rational Finance and the Crisis of Democracy*, Frankfurt - New York, Campus Verlag, 2013.
- WILMARTH A.E., *The transformation of the U.S. financial services industry, 1975-2000: competition, consolidation, and increased risk*, in *University of Illinois Law Review*, 2002, 219.
- WILMARTH A.E., *Too Big to Fail, Too Few to Serve? The Potential Risks of Nationwide Banks*, in *Iowa Law Review*, 1992, 957.
- WOOD J. H., *A history of Central Banking in Great Britain and the United States*, Cambridge University Press, New York, 2005.
- WORSHAM J., *Other People's Money. Policy Change, Congress, and Bank Regulation*, Westview Press, 1997.
- XAFA M., *European banking union, Three years on*, Centre for international governance innovation, Waterloo, Ontario, 2015.
- ZAVVOS G.S., *The Integration of Banking Markets in the EEC: The Second Banking Coordination Directive*, in *Journal of International Banking Law*, 1988, 53.
- ZAVVOS G.S., *Towards a European Banking Act*, in *Common market law review*, 1988, 263.
- ZEITLER F.C., *The European Public Debt Crisis and the Institutional Framework of the Monetary Union: Experience and Adjustments*, in RINGE W., HUBER P.M. (a cura di), *Legal challenges in the global financial crisis: bail-outs, the Euro and regulation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2014, 245.
- ZHU H., *Capital Regulation and Banks' Financial Decisions*, in *International Journal of Central Banking*, 4, 2008, 165.
- ZILIOLI C., SELMAYR M., *La Banca centrale europea*, Milano, Giuffrè, 2007.
- ZIMMERMANN C., *A Contemporary Concept of Monetary Sovereignty*, Oxford, OUP, 2017.