

---

*Estratto*

Estratto da un prodotto  
in vendita su **ShopWKI**,  
il negozio online di  
Wolters Kluwer Italia

Vai alla scheda →

---

Wolters Kluwer opera nel mercato dell'editoria professionale, del software, della formazione e dei servizi con i marchi: IPSOA, CEDAM, Altalex, UTET Giuridica, il fisco.



## CAPITOLO PRIMO

### I SOGGETTI

SOMMARIO: 1. Funzione e origine della disciplina speciale delle imprese e dei servizi di investimento. – 2. Le fonti normative. – 2.1. L'architettura della vigilanza europea sui mercati finanziari e l'Esm. – 2.2. La Banca d'Italia e la Consob. Il Ministero dell'economia e delle finanze (MEF). – 2.3. Il quadro normativo MiFID2-MiFIR. – 3. I soggetti. L'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi di investimento. – 3.1. L'accesso alle "attività riservate". Discordanza tra soggetti e servizi e attività di investimento. – 4. Le condizioni per l'autorizzazione. Decadenza e revoca. – 4.1. I requisiti di idoneità degli esponenti aziendali. – 4.2. I requisiti dei partecipanti al capitale. – 5. L'operatività transfrontaliera. – 5.1. Applicabilità territoriale delle regole di condotta e vigilanza. – 6. Gli assetti organizzativi. Il principio di proporzionalità organizzativa. – 6.1. Il governo societario. – 6.2. Le funzioni aziendali di controllo. *Compliance*, *Risk management* e *Internal audit*. – 6.3. Le operazioni personali dei soggetti rilevanti. *L'internal dealing*. – 6.4. I requisiti di conoscenza e competenza del personale (*knowledge and competence*). – 6.5. La revisione contabile.

#### 1. FUNZIONE E ORIGINE DELLA DISCIPLINA SPECIALE DELLE IMPRESE E DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO

I servizi e le attività di investimento (in origine denominati "attività d'intermediazione mobiliare") sono menzionati nell'art. 1, co. 5, del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUF") e definiti nei successivi commi del medesimo articolo.

Attraverso l'esercizio di queste attività si consente a chi (*investitori-risparmiatori*) dispone di risorse patrimoniali in *surplus* (*risparmio*) di allocare le stesse presso soggetti strutturalmente in *deficit* di risorse monetarie (*emittenti*), i quali a tal fine emettono strumenti finanziari, restando il rischio per l'esito economico dell'investimento non sull'intermediario ma direttamente sull'investitore. In ciò essendo netta la differenza rispetto a chi presta il proprio risparmio ad una banca per l'esercizio dell'attività bancaria, come definita dagli artt. 10 e 11 del D.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 ("TUB"), dove il rischio del cliente per

l'attuazione del suo diritto al rimborso è limitato all'eventuale insolvenza della banca.

Per queste ragioni (impiego di un bene particolarmente tutelato come il risparmio e l'investimento dello stesso in beni di non immediata intellegibilità come gli strumenti finanziari) la prestazione dei servizi e delle attività di investimento non è libera ma è riservata a soggetti qualificati (*intermediari* o *imprese di investimento*), dotati di precisi requisiti, i quali devono essere autorizzati all'esercizio di dette attività dalle autorità di vigilanza (Banca d'Italia e Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, detta "Consob"), secondo quanto stabilito dagli artt. 18 e 19 del TUF e dalle relative disposizioni di attuazione.

Soggetti che, proprio in funzione dell'autorizzazione all'esercizio dei servizi di investimento, diventano ineluttabilmente abilitati e vigilati.

Il fatto che gli intermediari si interpongano, nei modi che saranno descritti, nell'allocazione del risparmio, permettendo l'acquisizione di strumenti finanziari da parte degli investitori e la circostanza che questi ultimi esibiscano significative asimmetrie informative e cognitive rispetto a chi quei prodotti (di difficile conoscibilità) offre o emette, hanno fatto sì, sin dagli albori del diritto italiano dell'intermediazione mobiliare (Legge 2 gennaio 1991, n. 1, c.d. "Legge Sim"), che la disciplina dei rapporti tra investitori e intermediari non fosse "abbandonata" alle sole regole di diritto comune prescritte in materia di contratti e obbligazioni, ma venisse altresì regolata da una normativa *ad hoc* di matrice pubblicistica e insieme privatistica.

Anzi, come si avrà modo di chiarire, la disciplina dei soggetti abilitati e dell'attività è di matrice pubblicistica ed è intrisa di un penetrante rapporto tra autorità di vigilanza pubblica ed intermediari; quella dei rapporti contrattuali tra gli intermediari e gli investitori è di natura privatistica, ancorché integrata e normativizzata dalla legge.

Il primo germe normativo di questa tendenza fu la citata "Legge Sim".

Questa individuava le cc.dd. "attività d'intermediazione mobiliare" (art. 1) e prevedeva che le stesse potessero essere esercitate dall'allora nuova figura delle società d'intermediazione mobiliare (sim) e dalle banche, con l'unica preclusione per queste ultime a negoziare per conto proprio o per conto terzi titoli quotati nei mercati regolamentati ad eccezione dei titoli di Stato o garantiti dallo Stato (art. 16).

Si dettava così – giocando d'anticipo rispetto alla legislazione comunitaria che di lì a poco sarebbe intervenuta – un primo embrionale

nucleo di disciplina del settore attraverso la previsione di principi generali e di regole di comportamento alle quali gli intermediari si dovevano attenere nello svolgimento delle loro attività <sup>(1)</sup>. E nel fare ciò il legislatore, come accennato, estendeva alle banche la possibilità di esercitare i servizi di intermediazione mobiliare assoggettandole allo stesso *corpus normativo* previsto per i soggetti abilitati non bancari e ridisegnava il ruolo e l'attività delle banche nell'ambito del mercato mobiliare e nei rapporti con gli investitori.

Si profilava poi, solo qualche anno dopo – anche in attuazione dell'impulso determinante della normativa comunitaria che da lì a poco sarebbe divenuta “alluvionale” (dapprima la Direttiva n. 93/22/Cee, attuata dal legislatore nazionale con il D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 <sup>(2)</sup> e poco più tardi con il già menzionato TUF del 1998, e successivamente le Direttive n. 2004/39/UE n. 2006/73/UE cc.dd. MiFID “*Market in Financial Instruments Directive*”) – una speciale disciplina di tutela degli investitori che non era più solo posta a presidio della trasparenza informativa finalizzata a rendere effettivamente consapevoli questi ultimi circa l'investimento da compiere, ma veniva ad avere una più

---

<sup>(1)</sup> La Legge Sim ha rappresentato senz'altro uno dei primi fattori di modernizzazione del sistema giuridico-finanziario del nostro ordinamento e di concorrenzialità del mercato finanziario italiano rispetto a quello internazionale. Non solo, come detto, introdusse le sim – soggetti societari polifunzionali operanti nel mercato primario (in quanto abilitati al primo collocamento di valori mobiliari) e nel secondario (attraverso negoziazioni di valori mobiliari già in circolazione), sottoposti alla vigilanza della Consob e della Banca d'Italia, che, via via, presero il posto degli agenti di cambio e delle società commissionarie di borsa (che non potevano accedere al “recinto alle grida”) – ma costituì il primo tentativo organico di organizzazione dei mercati mobiliari italiani attraverso l'attribuzione di un'ampia delega di poteri regolamentari alla Consob (art. 20 ss.). Prima della Legge Sim esisteva una disciplina disorganica in materia di intermediazione mobiliare. Non mancavano infatti discipline in materia di agenti di cambio o regole in tema di gestione di patrimoni, di vendita a domicilio, di commissionarie di borsa, ma queste erano lacunose e certamente mancava un disegno unitario del settore.

<sup>(2)</sup> Il merito principale del D.lgs. 415/1996 (c.d. “Decreto Eurosim”) fu – oltre quello di raccogliere in un unico testo di legge la normativa allora esistente in tema di intermediazione e mercati mobiliari e di procedere alla privatizzazione delle borse (che da quel momento in poi saranno organizzate e gestite come mercati regolamentati da società per azioni anche senza scopo di lucro) – quello di introdurre il principio del c.d. “mutuo riconoscimento”. In forza di questo principio non era più necessario per i soggetti abilitati nei singoli paesi della Comunità europea costituire un'apposita impresa di investimento per operare fuori dal paese d'origine, ma potevano operare nell'ambito dei diversi paesi comunitari in virtù del mutuo riconoscimento delle autorizzazioni loro concesse nei rispettivi paesi d'origine. In quell'occasione fu anche sancito il principio, per le banche, di poter esercitare tutti i servizi di investimento senza più i menzionati limiti previsti dall'art. 16 della previgente Legge Sim.

generale funzione, accresciutasi dopo l'introduzione della citata Direttiva n. 2004/39/UE, di guidare, consigliare e proteggere il cliente, in un'ottica essenzialmente fiduciaria e paternalistica, per realizzarne al meglio gli interessi e per assicurare l'integrità del mercato (art. 21, co. 1, lett. a, TUF).

E anzi giova dire sin d'ora che, con la successiva Direttiva n. 2014/65/UE (c.d. "MiFID2"), l'esigenza di protezione non viene più solo proiettata al momento della distribuzione finale dello strumento finanziario al singolo investitore (c.d. *point of sale*), ma – sulla base della regola di *product governance* – è anticipata sin dal momento dell'ideazione, della *produzione* dello strumento finanziario e per tutto il ciclo di vita dello stesso, ascrivendo alle imprese di investimento produttrici e a quelle distributrici, con diversa accentuazione, gli obblighi di verificare che i prodotti da loro concepiti e distribuiti siano compatibili con le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi di un determinato mercato di riferimento di clienti finali (*target market*) e che le strategie di distribuzione siano articolate in coerenza con i bisogni degli investitori destinatari dei servizi.

Questa disciplina, che va ben oltre i principi di correttezza e buona fede contrattuale di diritto comune, impone ai soggetti abilitati il rispetto di specifiche regole tanto sul piano della correttezza e della trasparenza dei loro comportamenti e della loro stabilità patrimoniale quanto su quello della loro organizzazione statica (*corporate ed internal governance*) e dinamica (procedure); dove, anzi, il rispetto delle regole di condotta nella relazione con il cliente è in via preventiva affidato a presidi organizzativi e procedure interne idonee a predeterminare il corretto modello comportamentale al quale gli intermediari devono attenersi.

Le medesime ragioni di tutela degli investitori hanno anche indotto il legislatore a sottoporre gli intermediari ad una costante e pervasiva vigilanza pubblica (regolamentare, autorizzativa, informativa/ispettiva, sanzionatoria e "para-giurisdizionale")<sup>(3)</sup>, affidata, secondo il criterio

---

<sup>(3)</sup> Conviene subito chiarire che il legislatore del TUF non parla mai espressamente di vigilanza autorizzativa e di vigilanza sanzionatoria mentre utilizzava (in senso atecnico) l'espressione vigilanza regolamentare (poi opportunamente modificata nella rubrica dell'art. 6 del TUF in "*poteri regolamentari*", non essendo la regolamentazione riconducibile alla vigilanza in senso proprio). La vigilanza in effetti evoca l'insieme dei poteri generali consistenti in una supervisione e in una ingerenza (più o meno intensa a seconda delle varie fattispecie) nella sfera di attività dei soggetti vigilati aventi per oggetto la verifica della corrispondenza dell'attività di tali soggetti a parametri di legittimità formale e sostanziale

della competenza per funzioni (e non per soggetti), alla Consob (per quanto attiene alla *trasparenza e correttezza dei comportamenti*) e alla Banca d'Italia (per quanto concerne il *contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione*) (art. 5, co. 2 e 3, TUF), sia in fase di accesso all'attività sia nel continuo del suo svolgimento, con rilevanti conseguenze sul piano sanzionatorio nel caso di violazione della disciplina di settore.

A queste autorità sono quindi attribuiti una serie di poteri sugli intermediari che – sebbene suscettibili di bilanciamenti a livello di principi che regolano i procedimenti amministrativi sanzionatori dalle stesse condotti (art. 195, co. 2, TUF), di controllo in sede giurisdizionale e di effetti sul piano della responsabilità civile delle autorità (art. 24, co. 6-*bis*, L. 28 dicembre 2005, n. 262 “Legge sul Risparmio”) (4) – si segnalano per la loro ampiezza, capacità di penetrazione e soprattutto per essere tutti concentrati in capo alle medesime autorità.

Occorre infatti rimarcare che queste autorità dettano le regole di attività e di organizzazione degli intermediari (art. 6 TUF), osservando i principi e le finalità dettate nel medesimo art. 6, co. 1, TUF (5) e nel rispetto del divieto di *gold plating* (6).

---

al fine dell'adozione delle misure giuridiche previste dalla legge. Chiarita così l'accezione del termine in senso proprio, per comodità di linguaggio si discorrerà di *forme o tipologie della vigilanza* per riferirsi ai singoli poteri regolamentari, autorizzatori, informativi/d'indagine/ispettivi, d'intervento, ingiuntivi e sanzionatori, “para-giurisdizionali” (*infra* capitolo quarto).

(4) La disposizione citata stabilisce che: “*Nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo le autorità di cui al comma 1 [Agcm, Banca d'Italia, Consob, Ivass, Covip], i componenti dei loro organi nonché i loro dipendenti rispondono dei danni cagionati da atti o comportamenti posti in essere con dolo o colpa grave*” (*infra* capitolo quarto § 6).

(5) Per quanto concerne nello specifico i poteri regolamentari l'art. 6 TUF disciplina l'assetto dei poteri regolamentari, elencando, al comma 1, le materie di competenza della Banca d'Italia e, al comma 2, quelle della Consob. Viene superata nel vigente assetto normativo la precedente attribuzione alle due autorità del potere regolamentare congiunto su alcune materie. Nel comma 2-*bis* dell'art. 6 TUF sono anche individuate le materie dove è necessaria la c.d. “intesa” dell'altra autorità per i profili di competenza. L'autorità che ha fornito l'intesa potrà esercitare “*i poteri di vigilanza informativa e di indagine attribuiti dal TUF, anche al fine di adottare i provvedimenti di intervento di propria competenza nonché comunicare all'altra autorità le irregolarità riscontrate ai fini dell'adozione dei provvedimenti di competenza*”.

(6) Le due autorità “*non possono mantenere o introdurre nei regolamenti obblighi aggiuntivi rispetto a quelli previsti dalla MiFID2 e dai relativi atti delegati, se non nei casi eccezionali in cui tali obblighi siano obiettivamente giustificati e proporzionati, tenuto conto della necessità di far fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato che presentano particolare rilevanza nel contesto della struttura del mercato italiano*” (art. 6, co. 02, TUF).

E ancora, come meglio si preciserà, autorizzano l'esercizio dei servizi di investimento (art. 19 TUF), vigilano in varie forme sui soggetti abilitati (artt. 6-*bis*, 6-*ter*, 7 TUF), applicano provvedimenti ingiuntivi e sanzionatori nei confronti di questi ultimi (artt. 7-*ter*, 7-*sexies*, 190-190-*ter*, 195 TUF), contribuiscono ad esercitare (indirettamente) funzioni "para-giurisdizionali" (art. 32-*ter* TUF), oltre a svolgere compiti di *moral suasion*, di indirizzo e interpretazione delle norme, che talora si dimostrano più vincolanti delle stesse disposizioni regolamentari da loro adottate.

Tale modulazione di poteri avviene – si tornerà tra breve, ed in termini più ampi, su questo punto decisivo – in armonia con il diritto dell'Unione europea ed in convergenza con gli strumenti e le prassi di vigilanza delle autorità comunitarie di settore (art. 2 TUF).

In questo quadro d'insieme, per il momento generalissimo, si può già anticipare come in questo settore gli spazi di autonomia privata lasciata agli intermediari e ai creatori di nuovi strumenti finanziari siano in realtà tutt'altro che ampi, anche se la *better regulation* e la tecnica della c.d. *principles based regulation*, proprie di questo settore, fondate su principi generali (*standards*) e non su regole puntuali (*rules*), lasciano apparentemente autonomia decisionale ed organizzativa ai soggetti vigilati sulle modalità di adesione a tali principi (art. 6, co. 01, lett. a, TUF).

Tali spazi di autonomia privata sono in realtà limitati dalla stessa normativa spesso dettagliata e prescrittiva che non ammette contrasti con gli interessi protetti, nonché dalla discrezionalità delle autorità e dai controlli pubblicistici *ex ante* ed *ex post* (anche, come si diceva, nella forma della *moral suasion* e delle sanzioni), attraverso i quali la varietà e l'intensità dei poteri delle autorità di controllo tendono, in funzione delle esigenze di vigilanza, a condizionare l'operare dei privati e a far prevalere il tasso di *autorità* su quello di *libertà* negoziale ed organizzativa dei soggetti vigilati.

## 2. LE FONTI NORMATIVE

Una prima avvertenza può giovare nell'intraprendere lo studio della nostra materia: il diritto delle imprese e dei servizi di investimento trae la sua disciplina da fonti sovranazionali e nazionali. Tra quelle sovranazionali – conviene chiarirlo subito – quelle comunitarie hanno ormai assunto una assoluta centralità.

Il sistema delle fonti – ossia dei fatti produttivi del materiale normativo di questo settore – è infatti incentrato su direttive comunitarie quadro c.d. di 1° livello e su regolamenti comunitari, nonché su direttive e regolamenti delegati (o di livello 2) che contengono disposizioni anche di specifico dettaglio (7).

Questi atti vengono poi recepiti a livello nazionale nel TUF che demanda parte della disciplina ai regolamenti attuativi delle autorità di vigilanza (che ben poco margine hanno nel dare attuazione alla disciplina comunitaria già molto particolareggiata e talora direttamente applicabile). Le autorità nazionali (Banca d'Italia e Consob) esercitano i poteri loro attribuiti in armonia con le disposizioni dell'Unione europea, applicano i regolamenti e le decisioni di quest'ultima e provvedono in merito alle raccomandazioni concernenti le materie disciplinate dal TUF (art. 2 TUF).

Così, da un lato, il TUF funge spesso solo da indice allusivo per il regolamentatore secondario (non più da canone ordinatore); dall'altro, la normativa secondaria, quasi *per saltum*, recepisce e applica direttamente le fonti comunitarie di settore.

Profili, questi ultimi, che – oltre ad evidenziare l'ormai sin troppo evidente declassamento dell'attività normativa e regolamentare domestica rispetto a quella di matrice comunitaria e la destrutturazione gerarchica del sistema delle fonti – pongono in luce il fenomeno della *delegificazione* nella materia in esame ed il problema della stessa legittimità del *potere regolamentare* delle autorità di vigilanza quando esercitato in deroga totale o parziale della normativa primaria (8).

Con la conseguenza che, quasi per compensare questo *deficit* di legittimità, i regolamenti delle autorità domestiche nazionali devono essere

---

(7) Le *Direttive* vincolano gli Stati membri cui sono rivolte per quanto riguarda il risultato da raggiungere, salva restando la competenza degli organi nazionali in merito alla forma e ai mezzi di attuazione. I *Regolamenti* hanno portata generale. Essi sono obbligatori in tutti i loro elementi e direttamente applicabili in ciascuno degli Stati membri. Le *Decisioni* sono obbligatorie in tutti i loro elementi. Se designano i destinatari sono obbligatorie soltanto nei confronti di questi. Le *Raccomandazioni* ed i *Pareri* non sono vincolanti (art. 288 TFUE “Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea”).

(8) A tale ultimo riguardo, una prima impostazione sostiene che la regolamentazione delle autorità avrebbe gli stessi limiti dell'autonomia statutaria: potrebbe disporre in deroga a norme di legge derogabili ma non a quelle inderogabili. Secondo una diversa logica, più avanzata, la regolamentazione secondaria potrebbe invece derogare *tout court* a disposizioni legislative, consentendosi l'intervento regolamentare su materie già legificate. Il limite alla sua competenza sarebbe solo di non trascendere le finalità di cui all'art. 5 TUF (limite “finalistico”).

offerti in *consultazione* ai soggetti interessati <sup>(9)</sup>, devono essere *motivati*, devono rispettare il principio di *proporzionalità* (inteso nel senso dell'adeguatezza tra le finalità/benefici della regolamentazione ed i sacrifici/costi per i destinatari) e devono essere periodicamente *revisionati* <sup>(10)</sup>.

Una delle caratteristiche di questo settore è allora proprio quella di avere ormai un sistema di fonti normative di differente origine e livello (c.d. *sistema multilivello*), quanto più possibile armonizzato, senza però dimenticare che la normativa nazionale trova ancora i suoi *pilastri* nell'art. 47 della Costituzione che “*incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme*” e nell'art. 41 della stessa Costituzione che sancisce il principio della “*libera iniziativa economica privata*”.

Tra le fonti di questo settore – pur trattandosi di fonti solo in senso atecnico e atipico – si può altresì annoverare la c.d. *moral suasion* delle autorità. Si fa qui riferimento a tutti quegli *orientamenti interpretativi* o di *tipo applicativo* che, in varie forme (comunicazioni, raccomandazioni, circolari, avvisi, domande e risposte, ecc.), promanano dalle autorità di vigilanza, basati sul prestigio, sulla competenza tecnica e sull'autorevolezza dell'autorità (c.d. *soft regulation*). Ed è superfluo rimarcare che si tratta di una funzione di indirizzo e interpretativa di norme primarie e secondarie verso gli operatori importantissima, a volte più persuasiva delle stesse norme di legge.

Gli orientamenti di *moral suasion*, privi di carattere imperativo e di autonoma impugnabilità, non sono giuridicamente vincolanti (non trattandosi di norme giuridiche o di provvedimenti amministrativi tipici), ma si ritiene che possano diventarlo quando ad essere violate siano le interpretazioni date. Violando l'interpretazione delle norme che l'autorità di vigilanza fornisce, si finisce per violare, nella sostanza, la stessa norma interpretata.

---

<sup>(9)</sup> Per questo aspetto (quello della “*consultazione o regolamentazione partecipata*”), che è forse quello più appariscente tra quelli menzionati, si vuole far emergere l'idea che le regole non siano *calate dall'alto e d'autorità* (il regolatore, in posizione di superiorità, impone la propria volontà al regolato), ma che invece si formino e legittimino attraverso l'effettiva partecipazione/collaborazione di tutti i soggetti che prendono parte, a vario titolo, all'ordinamento dell'intermediazione mobiliare. Se da un lato questo modello favorisce il rischio della c.d. *cattura* del regolatore (quest'ultimo diventa prigioniero del regolato); dall'altro, non va dimenticato che la complessità degli intermediari e la rapida evoluzione del mercato finanziario può rendere molto proficua per il *regulator* (a volte troppo *distante* dal mercato) la consultazione degli operatori, i quali, a tutto vantaggio di una più efficiente regolamentazione, trasmettono il loro patrimonio di conoscenze e competenze tecniche.

<sup>(10)</sup> Cfr. art. 23 Legge sul Risparmio cit.; art. 6 TUF; Reg. Consob n. 19564 del 5 luglio 2016 sul “*procedimento per l'adozione di atti di regolazione generale*”.

D'altra parte, conviene ricordarlo, una prima *giuridicizzazione* degli orientamenti delle autorità era stata sancita dal 12° considerando della Direttiva 2006/73 del 10 agosto 2006. Sulla base dell'affermazione secondo cui “*una regolamentazione che comporti troppa incertezza per le imprese di investimento può ridurne l'efficienza*”, il citato considerando prescriveva che “*le autorità competenti sono tenute ad emanare orientamenti interpretativi sulle disposizioni della presente direttiva, al fine di chiarire in particolare l'applicazione pratica dei requisiti della presente direttiva a particolari tipi di imprese e circostanze. Orientamenti non vincolanti di questa natura potrebbero tra l'altro chiarire in che modo le disposizioni (...) si applichino alla luce degli sviluppi del mercato. Per assicurare un'applicazione uniforme della normativa, la Commissione può emanare orientamenti tramite l'adozione di comunicazioni interpretative o altri mezzi. Anche il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari [oggi Esma] può emanare orientamenti per assicurare un'applicazione convergente della normativa da parte delle autorità competenti*”.

Il fondamento del potere interpretativo ha trovato così un primo ancoraggio normativo, rinsaldando la stretta interrelazione tra l'interpretazione nazionale e quella condotta in ambito comunitario dalla Commissione Ue e dalle autorità europee.

### 2.1. *L'architettura della vigilanza europea sui mercati finanziari e l'Esma*

In una valutazione necessariamente generale e sommaria dell'argomento, si può osservare che la principale criticità per la normazione di livello comunitario (non solo in questo specifico settore) è stata, sin dalle origini, quella di non riuscire a riprodurre negli ordinamenti degli Stati membri la disciplina comunitaria senza l'aggiunta di regole ulteriori e supplementari nazionali (*over-implementation* o *gold plating* contrapposti al c.d. *copy-out*). Ciò non solo per le caratteristiche proprie delle direttive che, come detto, vincolano gli Stati solo in ordine al risultato da raggiungere, salva restando la competenza degli organi nazionali in merito alla forma, ai mezzi e alla possibilità di aggiunte normative, ma anche per la marcata e resistente diversità tra i modelli giuridici e culturali dei singoli paesi membri (si parla, al riguardo, d'una *path dependency*, d'una dipendenza, cioè, dal sentiero concettuale consueto che tende a rendere molto faticosa l'introduzione di

nuove soluzioni normative uniformi diverse da quelle già conosciute e praticate). L'Unione europea si è di conseguenza impegnata, da diversi anni, a cercare di minimizzare la discrezionalità di cui gli Stati membri dispongono nel recepimento e nell'applicazione della normativa comunitaria sui servizi di investimento.

Dall'anno 2001 in avanti si è cercato, attraverso un nuovo approccio regolamentare (c.d. metodo "Lamfalussy", dal nome del presidente del Comitato dei saggi, Alexandre Lamfalussy, che lo ideò), di rendere – mediante un articolato processo di decisione europeo (nelle forme della codecisione, comitatologia, cooperazione ed *enforcement*) – più *armonizzati* i sistemi normativi nazionali posti "a valle" della disciplina comunitaria, di rendere più *veloce* il recepimento a livello nazionale della legislazione europea e di favorire la c.d. *legislazione partecipata* <sup>(1)</sup>.

In questa prospettiva la procedura di regolamentazione finanziaria, proposta nel "Rapporto Lamfalussy" (Risoluzione del Consiglio Ue del 23 marzo 2001), è stata articolata su quattro livelli: 1) elaborazione da parte delle istituzioni europee di atti normativi, sulla base del processo legislativo previsto dal TFUE, che dettano principi-quadro definendone le relative modalità di attuazione; 2) adozione delle misure attuative da parte della Commissione europea, in conformità alle valutazioni e all'elaborazione di norme tecniche del Comitato di vigilanza dei mercati degli finanziari (*Committee of European Securities Regulators "Cesr"*), a seguito di una procedura di consultazione sulle misure proposte; 3) intervento del Cesr per assicurare l'uniforme applicazione della normativa negli Stati membri, mediante raccomandazioni, *standards* e linee guida (*soft regulation*); 4) supervisione della Commissione europea sull'attività di attuazione da parte degli Stati membri, in via legislativa ed amministrativa, delle norme e degli orientamenti adottati ai tre livelli precedenti.

Anche il divieto di aggiungere regole vincolanti supplementari (c.d. divieto di *gold plating*, recepito nell'art. 6, co. 02, TUF, già previsto dal cons. n. 7 Direttiva 2006/73/Cee del 10 agosto 2006), imposto alle regolamentazioni nazionali all'atto del recepimento della disciplina

---

<sup>(1)</sup> Il Rapporto Lamfalussy ("Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets") è una delle iniziative scaturite dal Piano d'azione per i servizi finanziari ("Financial services action plan", che tra i suoi obiettivi strategici aveva, appunto, anche quello dell'armonizzazione e del rafforzamento delle regole di vigilanza), adottato dalla Commissione europea con la Comunicazione dell'11 maggio 1999 "Attuazione del quadro di azione per i servizi finanziari: Piano d'azione (COM 1999 232)".

comunitaria MiFID, è stato pensato come uno strumento idoneo per realizzare la massima armonizzazione della disciplina comunitaria sui servizi di investimento. Tale divieto può infatti trovare deroga solo nei casi eccezionali in cui gli obblighi aggiuntivi sono obiettivamente giustificati e proporzionati, tenuto conto della necessità di far fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato.

Per favorire la c.d. legislazione partecipata è stato consentito agli operatori del settore di prendere parte al processo di elaborazione normativa, attraverso consultazioni pubbliche sugli schemi di provvedimenti normativi prima della loro finale adozione.

La metodologia Lamfalussy non ha tuttavia realizzato tutti gli obiettivi che si era prefissata. L'armonizzazione massima delle singole normative non sempre si è concretizzata e soprattutto la crisi finanziaria del 2008 ha messo in luce una serie di criticità dei modelli di vigilanza europei e nazionali non al passo con la globalizzazione delle attività finanziarie e con l'operatività transfrontaliera dei soggetti abilitati. E ha messo a nudo la fragilità della struttura sovranazionale dei Comitati c.d. di livello 3 della procedura Lamfalussy (e, per quello che qui più interessa, del già menzionato *Cesr*).

La Commissione europea ha, quindi, istituito un Gruppo "di alto livello", presieduto da Jacques de Larosière de Champfeu, che il 25 febbraio 2009 ha formulato alcune proposte di riforma, volte, come subito si dirà, a delineare un percorso evolutivo basato sulla trasformazione dei preesistenti Comitati con poteri consultivi – il Comitato di vigilanza bancaria (*Cebs*), il Comitato di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (*Ceiops*) e il Comitato di vigilanza dei mercati degli finanziari (*Cesr*) – in rinnovate autorità europee, nonché ad istituire il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF).

Nell'ambito di questo processo di riforma ha assunto un ruolo rilevante e sempre più decisivo l'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Market Authority* "Esma", già "Cesr"), istituita con Regolamento Ue n. 1095 del 24 novembre 2010 ("Reg. Esma"), della quale fanno parte i rappresentanti delle singole autorità di vigilanza dei mercati finanziari di ciascuno Stato membro.

L'Esma (Aesfem con acronimo italiano) – insieme all'autorità bancaria europea (Abe o Eba "European Banking Authority" con acronimo inglese), all'autorità europea delle assicurazioni (Aeap o Eiopa "European Insurance and Occupational Pensions Authority" con acronimo inglese), al Comitato congiunto composto dalle tre richiamate autorità europee di vigilanza (*Joint Committee of Esas*), al Comitato europeo per

il rischio sistemico (Cers) e alle autorità di vigilanza nazionali degli stati membri – fa parte del menzionato *Sistema europeo di vigilanza finanziaria* (SEVIF) istituito nel 2010. Quest'ultimo è una rete che comprende le predette autorità ed ha il compito primario di assicurare una vigilanza finanziaria macro e microprudenziale coerente ed adeguata in tutta l'Unione europea.

La nuova architettura della vigilanza finanziaria europea scaturisce, come anticipato, dalle *Raccomandazioni* del Gruppo de Larosiere del 25 febbraio 2009 (approvate dal Consiglio dell'Unione europea nel luglio del 2009) che rappresentano, per i profili di cui si è detto, una evoluzione rispetto al precedente modello Lamfalussy.

È appunto in questo scenario che si inserisce l'Esma sulla quale occorre adesso soffermarsi.

L'Esma è un Organismo dell'Unione europea dotato di personalità giuridica; i suoi obiettivi principali sono: *a)* proteggere l'interesse pubblico contribuendo alla stabilità e all'efficacia a breve, medio e lungo termine del sistema finanziario a beneficio dell'economia dell'Unione, dei suoi cittadini e delle sue imprese; *b)* contribuire ad assicurare l'applicazione uniforme, efficiente ed efficace degli atti normativi di settore; *c)* favorire la convergenza in materia di vigilanza e fornire pareri al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione ed effettuare analisi economiche dei mercati per promuovere il raggiungimento dei suoi obiettivi (art. 1 Reg. Esma).

Questa autorità – che, allo stato, non ha poteri di regolazione e di vigilanza diretti (salve le eccezioni di cui si dirà) – elabora, su richiesta della Commissione Ue, progetti di *norme tecniche di regolamentazione e di attuazione, standards tecnici vincolanti* (i cc.dd. *binding technical standards BTS*), che si dividono in *regulatory technical standards RTS* e in *implementing technical standards ITS*, i quali non implicano scelte strategiche o politiche.

Le norme tecniche vengono sottoposte all'approvazione della Commissione Ue (artt. 10 e 15 Reg. Esma) e diventano, una volta approvate, attraverso un complesso ed articolato procedimento, norme giuridicamente vincolanti.

Gli atti normativi sono quindi adottati dalla Commissione Ue come atti delegati e atti di esecuzione.

L'Esma fornisce altresì pareri tecnici (*technical advice*) alla stessa Commissione Ue sul possibile contenuto degli atti delegati, nonché pareri (*opinion*) al Parlamento e al Consiglio Ue e alle autorità nazionali competenti (art. 29, co. 1, lett. *a*, Reg. Esma).

---

*Estratto*

# Estratto da un prodotto in vendita su **ShopWKI**, il negozio online di Wolters Kluwer Italia

Vai alla scheda →

---

Wolters Kluwer opera nel mercato dell'editoria professionale, del software, della formazione e dei servizi con i marchi: IPSOA, CEDAM, Altalex, UTET Giuridica, il fisco.

