ISSN 2532-8913
Numero 1/2020

La supervisione dei mercati bancari e finanziari alla prova dello shock "da pandemia": primissime (e necessariamente incomplete) riflessioni[1]

di Michele Cossa

Che ne sarà, della regolazione dei mercati finanziari, all'esito di questa crisi? L'interrogativo è eccessivamente ambizioso e appare utopico – sicuramente esorbitante dalle capacità di chi scrive – proporre anche solo un *quid pluris* rispetto a scenari latamente ipotetici e affermazioni condizionali. Ciò, anzitutto, in considerazione del fatto che al momento in cui queste brevi righe sono scritte, l'emergenza più grave, quella sanitaria, è tuttora in corso e assorbe ogni sforzo e risorsa.

Tuttavia, man mano che l'epidemia del COVID-19 si espande e colpisce le maggiori economie mondiali, e, soprattutto, che – al di là di iniziali roboanti dichiarazioni di principio circa la non disponibilità a sacrificare sistemi produttivi, libertà costituzionali, anche solo stili di vita – la reazione più praticata (o l'unica) appare quella del cd. *lockdown*, si amplificano le voci che sollevano timori profondi sulle sorti delle economie nazionali e di area, sul mantenimento degli standard di qualità della vita precedenti al contagio, sulla stessa tenuta di istituzioni sovranazionali, la cui utilità viene messa in dubbio nel momento del bisogno delle loro componenti (il riferimento è, ovviamente, all'Unione Europea).

Non di meno, nella speranza che la precocità di queste riflessioni muova a indulgenza il lettore, non sembra inopportuno almeno provare a fornire qualche informazione di contesto per comprendere *a che punto eravamo* e da dove si dovrà ripartire per – necessariamente – muoversi in un senso o nell'altro. Ora, è vero che si legge ovunque, nei primi commenti degli intellettuali, dei sociologi, dei filosofi, "*che non saremo più gli stessi*", peraltro con varietà di accenti; ma questa sembra l'acquisizione fondamentale di ogni analisi, senza che però quasi nessuno si arrischi a pronosticare *come saremo* e *cosa cambierà*. È pure vero però, che, almeno nella materia che ci occupa, quella della vigilanza bancaria e finanziaria e dei suoi modelli, è possibile ripartire da diverse questioni in sospeso che dall'esterno potrebbero essere avviate a soluzione, in forza di processi politici che necessariamente troveranno la propria accelerazione nel *post* Coronavirus, sperando che a questa tappa si arrivi in fretta.

Innanzitutto, la fondamentale domanda, brutalmente semplificata: cambierà tutto? Il mondo che ci ospita, nel settore finanziario, ha visto la consacrazione del modello della "vigilanza prudenziale" di cui alla regolamentazione di Basilea, e, da un punto di vista del diritto dell'economia, dello "Stato regolatore", collocato a metà strada tra quello necessariamente disinteressato del *laissez faire* di più estremo stampo liberale (o meglio "liberista") e quello "interventista"/"sociale", ove lo Stato (o le entità giuridiche di sua emanazione) si fa giocatore – e giocatore più importante – nell'agone del mercato, fortemente irregimentato da una moltitudine di regole autoritative (quando non direttamente eliminato dall'opzione verso monopoli pubblici)[2].

---

[1] Le opinioni espresse nell'articolo non rappresentano né impegnano in alcun modo l'Istituzione di appartenenza.

[2] La produzione dottrinale su questi temi è sterminata e non pare di alcuna utilità avventurarsi in una elencazione in questa sede. Si può fare rinvio a CLARICH, *Editoriale*, *La mano "visibile" dello Stato nella crisi economica e finanziaria*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2015, II, 1 ss.. per un efficace sintesi delle tematiche e per la menzione della letteratura fondamentale sul tema.

La disciplina di vigilanza appare cioè – nelle linee fondamentali del "*soft law*" del Comitato di Basilea, come "irrigidite" nell'ordinamento europeo dal recepimento in regolamenti e direttive – un eloquente esempio di "diritto regolatorio". Del pari, il mercato bancario e finanziario può ben inverare il paradigma del mercato regolato, in quanto semplicemente corretto ove il raggiungimento dei fini naturali cozzi con interessi generali. Mercato non più diretto, dunque, verso il raggiungimento di questo o quell'indirizzo politico, tanto più che ormai tale indirizzo, se formulato su base nazionale, appare inidoneo a interloquire con un sistema unificato a monte e su scala europea (almeno nel settore bancario).

Un tale modello trova le proprie radici ideologiche nei principi dell'"economia sociale di mercato"[3], che innerva l'intera costruzione unionale, come peraltro esplicitamente sancito dall'art. 3 del Trattato sull'Unione Europea, che basa "*lo sviluppo sostenibile*" dell'Europa anche – e proprio – su "*un'economia sociale di mercato fortemente competitiva*". Tale modello, con il suo accoglimento a livello comunitario, soprattutto, ha minato alla radice i connotati essenziali del sistema bancario nazionale, fondato fino ai primi anni '90 su pubblicizzazione dei soggetti, scarsa apertura all'internazionalizzazione e limitata concorrenza, specializzazione operativa. Corollario di tale assetto era ovviamente una vigilanza "strutturale", incentrata cioè su penetranti controlli autoritativi, su organizzazione e attività dei soggetti ammessi e un forte utilizzo dello strumento autorizzativo come momento essenziale della supervisione. Il crollo dei presupposti teorici di un simile modello, ovvero il ritrarsi dello Stato dall'economia, nei suoi vari ambiti, ha fortemente mutato il disegno dei controlli pubblici sul settore del credito – ma analogo discorso può farsi per gli intermediari del settore finanziario – privilegiando una vigilanza "per obiettivi", che non sacrifica, ma, anzi, massimizza l'autonomia imprenditoriale e che interviene al fine di correggerla allorché devii dal raggiungimento delle finalità sociali che l'ordinamento si prefigge. Finalità che sono *endogene*, però, al mercato stesso: nella fattispecie, la "sana e prudente gestione" altro non è che un obiettivo imprenditoriale al quale qualsiasi soggetto vigilato dovrebbe tendere, anche ove la vigilanza non vi fosse[4]. Un sistema di vigilanza che si basa non più su preventive verifiche dell'Autorità, da svolgersi sulla base di una predefinita idea di mercato, quanto piuttosto su controlli *ex post* in ordine al raggiungimento degli obiettivi generali fissati dalla regolamentazione, e su un uso molto più ampio di strumenti più flessibili di regolazione veri e propri, ispirati dalla volontà di non incidere in modo sproporzionato nella libertà dei vigilati di organizzarsi nel modo ritenuto più idoneo a sostenere il gioco concorrenziale.

Un simile modello, così sommariamente descritto, sopravvivrà all'urto della crisi da Covid-19? Molti elementi inducono a sostenere la risposta affermativa, anche se almeno una variabile – e non indifferente, come si vedrà – andrà considerata.

La conclusione nel senso di una conferma implicita di questo sistema appare in certo modo imposta da un riscontro con l'esperienza più recente di uno smottamento generalizzato delle basi del sistema economico, ovvero la grande crisi finanziaria del 2007-2008. Già si è avuto modo di notare, sulle pagine di questa Rivista[5], che nonostante qualche fuga in avanti e qualche iniziativa, annunciata, più che effettivamente attuata, il bilancio degli interventi normativi sul settore bancario post-crisi non può che svelarne la sostanziale continuità, nel merito, con le impostazioni precedenti; tanto che il vero carattere dirompente si registra semmai a livello istituzionale, con la creazione inconclusa dell'Unione Bancaria e quello della *Capital Market Union, in fieri*. Dal punto di vista dei poteri, e non di chi li esercita, non sembra davvero vi sia qualcosa di molto diverso da prima. Le norme sull'accesso all'attività sono praticamente le stesse; i poteri di vigilanza si sono certamente arricchiti, affinati e forse addirittura hanno subito una proliferazione indebita, con duplicazioni dovute all'accavallarsi di fonti e alla malcelata preoccupazione del legislatore europeo di coprire ogni lacuna emersa negli ordinamenti più "deregolati" in precedenza. Ma la logica che sorregge tali poteri, e i presupposti che li

---

[3] Sulla quale cfr. almeno FELICE, *L'economia sociale di mercato*, Palermo, 2008; SOMMA, *Economia sociale di mercato*, Biblioteca della Libertà, Centro di Ricerca e Documentazione Luigi Einaudi, 2011.

[4] Su questi temi ci si è già diffusi, nelle pagine di questa Rivista, in *La separazione tra banche d'affari e banche commerciali tra ipotesi nazionale e realtà delle scelte sovranazionali*, spec. nella Parte prima, pubblicata il 16.1.2018, cui sia permesso rinviare.

[5] Cfr, ancora *La separazione tra banche d'affare e banche commerciali* op. cit., soprattutto nella Parte terza, pubblicata il 17.7.2018.

azionano, non sfuggono alle premesse proprie della vigilanza prudenziale, ovvero della *correzione*, più che della prescrizione *ex ante*[6].

Pare una conferma di quanto ora in discorso il mesto esito delle riforme in senso strutturale che agli albori della precedente crisi sembravano dover orientare in modo deciso la penna dei legislatori, in una aggiornata riedizione delle riforme in reazione alla crisi del '29. È un fatto che la *Volcker Rule*, negli Stati Uniti, sia stata sostanzialmente disinnescata da una ciclopica normativa attuativa, che ne ha intorbidito la programmatica nettezza (distinzione tra attività di investimento e attività bancarie); né l'attuale Presidenza ha speso parole che lasciano pensare a un rilancio dello spirito originario. Ancora più sintomatico è l'accantonamento della proposta di Regolamento UE sulle misure strutturali, che nell'ultima reazione peraltro ben poco "strutturali" erano, anzi ancorate a una valutazione discrezionale e *case by case* dell'Autorità. Il giudizio con cui la Commissione ha abbandonato il progetto normativo, che ne scolpiva l'inutilità a fronte dell'arsenale di misure già allestito dalla vigilanza prudenziale, certifica l'*alterità* e la *ultroneità* insieme di una scelta interdittiva *ex ante* circa la possibilità di svolgere alcune attività, per quanto sicuramente rischiose, con l'infrazione di un vero e proprio dogma del modello in vigore quale il principio della "banca universale".

Dunque, il trapianto (giacché parlare di vero *revirement* appare veramente eccessivo, alla luce della limitatezza del programma di riforme) di principi e poteri espressione di un approccio diverso, pur come reazione a una crisi endogena al settore finanziario, non è riuscito. Ma allora non si vede perché una reazione di maggior impatto dovrebbe prodursi a fronte di una turbolenza che origina al di fuori del sistema finanziario stesso, e dal quale quest'ultimo viene investito come ogni settore della vita sociale. Non vi è dubbio che l'emergenza sanitaria e il conseguente arresto improvviso, pressoché simultaneo, delle principali economie mondiali finisca per denudare crudelmente alcune fragilità che si annidavano già prima nei mercati bancari e finanziari[7]; è anzi sicuramente certo che la tempesta che già inizia ad abbattersi testerà l'effettivo apprendimento, da parte delle autorità monetarie, fiscali e di vigilanza, delle "*lessons learned*" con la crisi di dieci anni fa. Ma che questo comporti un totale sovvertimento del modello, appare da escludersi.

Ciò non vuol dire, ovviamente, che non si debba agire, e presto. Non è un caso, ad esempio, che la BCE si sia mossa rapidamente e in modo massiccio per garantire il funzionamento dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria, mediante un programma *non-standard* di acquisto di titoli pubblici e privati (cd. PEPP)[8]. In tema di vigilanza bancaria, invece, alla prova sarà messo, insieme al rafforzamento dei bilanci bancari richiesto in modo incessante dalle Autorità nel post-crisi, lo stesso assetto istituzionale che, come visto sopra, rappresenta a livello europeo il frutto più importante della crisi.

Sotto il primo profilo, si sa che la regolazione eurounitaria post-2011, oltre a recepire pienamente gli Accordi di Basilea in materia di requisiti di capitale, ha corredato tale nucleo essenziale con una molteplicità di istituti preventivi e anticipatori che, da un lato, impongono di tenere sotto controllo eventuali indicatori che possono preannunciare il deterioramento degli equilibri economici e finanziari e, dall'altro, pongono le Autorità nelle condizioni di verificare, correggere e nel caso intervenire prima che sia troppo tardi. Come sanno gli esperti di

---

[6] Tanto a noi sembra valere anche per i poteri più penetranti, di incisività tale da poter essere avvicinati, e per alcuno ricondotti, alle sanzioni vere e proprie. L'esempio più calzante che si può fare è quello del cd. *removal*, ovvero la rimozione degli esponenti aziendali, di cui agli artt. 53-bis TUB e 7 TUF, in caso di ipotizzato nocumento alla sana e prudente gestione degli intermediari. Strumento che si è attirato varie critiche dalla dottrina che si è soffermata ad analizzarlo, che spesso *expressis verbis* l'ha equiparato ad una sanzione e che, proprio sulla base di simile ricostruzione, ne ha criticato l'appartenenza al *genus* "*misure regolatorie*" (cfr. ad es. DE BIASI, *La rimozione in via amministrativa degli esponenti aziendali: una anomalia del settore bancario o una crepa nel sistema?*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 1, 2016). Senza potersi qui addentrare sulla questione, pare invero a chi scrive che una pluralità di indici ermeneutici, letterali, storici, sistematici e teleologici, permettano di avvalorare la soluzione opposta (così anche la giurisprudenza pronunciatasi sul punto: cfr. ad es. TAR LAZIO, sent. 8868 del 7.6.2018).

[7] Si veda ad esempio il commento di DE STEFANO, *Il coronavirus è stato soltanto lo spillo che ha bucato la grande bolla*, disponibile all'indirizzo econopoly.ilsole24ore.com, in relazione alla situazione del mercato borsistico statunitense e le possibili conseguenze della sopraggiungente crisi.

[8] Ovvero *Pandemic Emergency Purchase Programme*. Cfr. Decisione della Banca Centrale Europea 2020/17 del 24 marzo 2020. Si noti che, sempre per fronteggiare l'emergenza pandemica, sono state annunciate anche condizioni più favorevoli del programma di prestiti alle banche cd. TLTRO3 (Targeted long-term refinancing operations).

psicologia cognitiva e di economia comportamentale, in condizioni ordinarie è in agguato il cd. *normalcy bias*, ovvero il meccanismo mentale per il quale si è portati a ritenere che il futuro non serberà sorprese rispetto al presente: sottovalutando sia la possibilità di un disastro sia i suoi possibili effetti. Verrebbe facile il riferimento ad alcuni atteggiamenti pubblicamente assunti agli albori dello spiegarsi degli effetti dell'epidemia; ma se si resta nel campo che pertiene, simile logica che spesso inficia i cd. *contingency plans* delle aziende, ovvero i piani di emergenza, dedicati all'individuazione di presidi, processi decisionali e adempimenti nel momento in cui una situazione di difficoltà dovesse presentarsi. Tali piani, nella pratica del settore bancario, hanno spesso evidenziato la tendenza a considerare ogni turbolenza come limitata, "idiosincratica" per usare la traduzione letterale del termine inglese adoperato in questi casi, spesso non figurandosi l'ipotesi che sia l'intero settore, se non l'intera economia, a precipitare nella voragine (dunque a non poter alcun ausilio esterno, ma anzi ad aggravare la stessa situazione della singola società). È proprio per questi casi, che la disciplina sulle crisi del settore bancario ha previsto i cd. *recovery plans*, ovvero programmi di individuazione delle misure organizzative e operative da mettere in pratica in caso di deterioramento della situazione; ma ha anche previsto, per evitare sottostime, che tali piani siano vagliati dall'Autorità, che ne può chiedere le opportune modifiche[9]. Si vedrà allora se le attività di rafforzamento del sistema bancario, che hanno interessato le Autorità sovranazionali e nazionali in questi anni, hanno costruito argini sufficienti. Meno fiducioso, fin da ora, può essere invece il giudizio sulla possibile applicazione del *framework* europeo sulle crisi bancarie; per il motivo, di tutta evidenza, che di tale plesso normativo, ogni volta che se ne sono verificati i presupposti, si è quasi sempre cercato di non fare completa applicazione. Ciò non può che dimostrare una renitenza degli Stati e delle Autorità ad accettarne i presupposti teorici (sintetizzabili nel mancato coinvolgimento di risorse pubbliche nel salvataggio di un intermediario)[10].

Sotto il secondo profilo, quello istituzionale, il test per il Single Supervisory Mechanism è già iniziato, con una serie di interventi che mirano a garantire, da una parte, un ammorbidimento di alcuni requisiti di vigilanza al fine di permettere alle banche di meglio svolgere il proprio ruolo di sostegno all'economia e alle imprese; dall'altra, con una Raccomandazione ai soggetti vigilati contenente la richiesta a non distribuire dividendi per gli anni 2019 e 2020[11]. Decisioni e atti "doppiati" a livello nazionale dalle Autorità competenti sugli enti "meno significativi". Il Meccanismo stava uscendo da una fase di rodaggio e ha fin qui affrontato sfide spesso limitate a singoli intermediari, ma non ha mai avuto modo di confrontarsi con una turbolenza che rischia di squassare l'intero settore: saranno fondamentali interventi celeri e decisi, favoriti dalla molteplicità di strumenti – prescrittivi ma anche più propriamente "di regolazione" di cui la Vigilanza dispone. Sarà quindi un banco di prova anche della funzionalità del sistema; non solo della flessibilità "esterna", quella degli strumenti, ma anche di quella interna, quella delle procedure, e delle dinamiche ingenerate dalle peculiarità di un ingranaggio multilivello. Sotto il primo profilo, il *soft law* diretto all'esterno, non vincolante ma "convincente", ha i caratteri tipici di quelli affermatisi nel modello regolatorio[12]. Solo, forse, in ambito bancario europeo tende a concretarsi più spesso in atti formali pubblici (raccomandazioni, *policies*, spesso anche lettere "di sistema" *et al*.), probabilmente per un'esigenza di maggiore trasparenza di una Istituzione che deve assicurare parità di

[9] Cfr. artt. 6 ss. della Direttiva 2014/59 del 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. In diritto italiano, si vedano gli artt. 69-ter ss. TUB.

[10] In Europa, si è dato un solo caso di risoluzione di un intermediario guidata dal Single Resolution Board,(Banco Popular). In tutti gli altri casi, compresi quelli di intermediari "significant" ai sensi del gemello Meccanismo di Vigilanza Unico, in assenza dei presupposti per la risoluzione (e in presenza di un'interpretazione molto restrittiva dei suoi requisiti legittimanti), la questione è stata rimesse alle Autorità e alle procedure di gestione nazionali, non armonizzate neanche in parte (in Italia: liquidazione coatta amministrativa). In Italia, l'unico caso di risoluzione è stato quello delle cd. "quattro banche", nel 2015; modello che non è stato riproposto successivamente, in particolare per la crisi delle banche venete, per il mancato riconoscimento dei presupposti della procedura di risoluzione da parte del SRB.

[11] Cfr. per i primi interventi, gli annunci del 12 e 20 marzo 2020 disponibili sul sito www.banking.supervision.europa.eu; la Raccomandazione è del 27 marzo 2020 ed è disponibile sullo stesso sito. Sicuramente rilevante, e anch'essa pubblica, è la lettera rivolta dalla Vigilanza europea agli intermediari vigilati contenente le "aspettative" circa le misure da assumere per prepararsi alla crisi in arrivo.

[12] Su cui cfr., GENTILI, *Il diritto regolatorio*, in Riv. Dir. Bancario, I, 2020, e dottrina ivi citata.

trattamento tra i vari destinatari dei diversi Paesi[13]. Nei rapporti interni, invece, il ruolo delle Autorità nazionali – al di là di competenze nominate – si manifesta nella valorizzazione davanti alla BCE delle peculiarità ed esigenze dei rispettivi mercati, intermediari e territori. Una sorta di "*moral suasion*" interna che, ancora poco studiata, ci sembra la novità più rilevante del *Mechanism*, e che, correttamente esercitata, concorre alla formazione di strategie e decisioni più consapevoli e rette.

Anche in questo caso, è difficile prefigurare cambiamenti radicali nel percorso già intrapreso. Ma queste conclusioni, si annunciava sopra, valgono a una condizione. Come osservato, lo shock in corso è simmetrico e non origina dal sistema finanziario. Rischia, però, di riverberarsi nel sistema economico in modo dirompente. Ebbene, tutto quanto fin qui osservato vale se e fintanto che non cambierà a monte l'ideologia dominante e non muteranno gli assetti istituzionali e le politiche economiche in essere. L'esempio più semplice, ancora una volta, è quello dell'Unione Europea. Gli attuali contrasti sulle misure di solidarietà invocate dai Paesi del sud e – al momento – accolte molto freddamente da quelli del nord non sono altro che la plastica rappresentazione – certo, portata all'estremo, così come estreme sono le circostanze che ci troviamo a vivere – di un dibattito che quotidianamente ha luogo nelle sedi nelle quali si decide e si applica il diritto dell'economia del mercato unico. Sono alla base delle ragioni, ad esempio, del mancato completamento dell'Unione Bancaria, dove ancora latita una compiuta disciplina del "terzo pilastro", ovvero un sistema unico europeo di garanzia dei depositi; oppure della sostanziale inattività, fin qui del Fondo di risoluzione unico, la cui operatività è stata inibita a monte dalla residualità delle ipotesi in cui si è attuato pienamente il *framework* europeo delle crisi. Si potrebbe continuare. Ebbene, è incerto, ad oggi, ipotizzare cosa accadrà; potrebbe non cambiare molto; oppure dalla grave crisi, come già in passato, potrebbe trarre nuova e inedita spinta il processo di integrazione; ancora, di converso, potrebbero prevalere le spinte disgregatrici, aizzate dai *niet* a interventi più convinti di sostegno dei Paesi in difficoltà da parte degli Stati membri più solidi. In tale ipotesi, a cascata, potrebbero davvero aprirsi crepe insanabili in quell'"edificio" dello Stato regolatore che già autorevole dottrina ha segnalato come afflitto da "segni di cedimento", sotto le spinte di pulsioni populistiche[14].

Immaginare cosa avverrà – in particolare, se si giungerà ad un mutamento così profondo dei paradigmi ormai da qualche decennio accolti senza riserve, e sopravvissuti alla crisi del 2008 – appare davvero arduo. Quel che è certo è che gli strumenti già attivati sono piena emanazione di quei modelli; forse già la misura della loro efficacia darà qualche indizio sulla direzione che prenderemo una volta usciti dall'emergenza.

(31 marzo 2020)

[13] Su questi temi vedi LUCCHINI e ZOPPINI, introduzione al volume *Vigilare le banche in Europa*, in Collana Cesifin Percorsi e Prospettive, Firenze 2019.

[14] CLARICH, *Editoriale. Populismo, sovranismo e Stato regolatore: verso il tramonto di un modello?*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, I, 2018, 1.