

Filippo Annunziata

La disciplina del mercato dei capitali

DODICESIMA EDIZIONE



Giappichelli

CAPITOLO I
INTRODUZIONE.
LA DELIMITAZIONE DELLA MATERIA
E L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA

SOMMARIO: 1. Il problema definitorio. – 2. Un po' di Storia. – 3. Il difficile equilibrio tra fonti interne e fonti europee e la perdita di centralità del TUF. – 4. Le rivoluzioni tecnologiche e la sostenibilità.

1. *Il problema definitorio*

A partire dagli anni '80 del XX secolo, la disciplina dell'intermediazione finanziaria ha conosciuto, sia in Italia, sia negli altri Paesi dell'Unione Europea, una impetuosa evoluzione, che ha interessato tutti gli ambiti: banche, mercato dei capitali, assicurazioni e previdenza complementare, nuovi ambiti e settori (ad esempio, quello delle cripto-attività)¹. I fattori che hanno concorso a determinare tale fenomeno sono numerosi, e molti di essi non soltanto non accennano a diminuire, ma si sono amplificati con il passare del tempo: il progredire dell'integrazione europea e le necessità conseguenti all'adattamento delle discipline nazionali al diritto dell'Unione; la crescente integrazione e globalizzazione mercati finanziari²; lo sviluppo di nuovi prodotti finanziari e l'affacciarsi di

¹ Il presente testo è ormai giunto alla XII edizione: con cadenza pressoché biennale, ormai da oltre vent'anni, esso tenta di catturare le incessanti innovazioni che interessano la disciplina del mercato dei capitali, non senza lacune, incertezze, errori. Stante la torrenziale produzione normativa che connota il settore, la presente edizione intende riflettere esclusivamente la disciplina che risulta in vigore alla data del 30 settembre 2023. Della disciplina già emanata a tale data, ma che entrerà in vigore successivamente (inclusi i testi legislativi europei non ancora recepiti in Italia), si darà eventualmente conto soltanto sinteticamente, là dove ritenuto opportuno, senza approfondirne i contenuti. Del pari si farà per eventuali provvedimenti ancora allo stato di proposta o in fase di discussione. In questa nuova edizione, il testo ha cambiato anche titolo: non più “La disciplina del mercato mobiliare”, ma “La disciplina del mercato dei capitali”, per renderlo più aderente all'impostazione dell'ormai preponderante normativa eurolunitaria. L'auspicio è che esso raggiunga l'obiettivo di continuare ad essere una guida quanto più affidabile per chi voglia orientarsi nella materia.

² Per interessanti valutazioni sui profili giuridici dell'internazionalizzazione v. CARBONE (2000).

nuove tecniche di contrattazione sui mercati, stimolate anche dall'incessante evoluzione tecnologica; la crescente attenzione per i profili che attengono alla tutela dei risparmiatori e dei consumatori in genere; spesso, il verificarsi di "crisi" dei mercati – tra cui quella del 2008 – che hanno messo in luce le (inevitabili) incompletezze e i ritardi della disciplina, e sollecitato risposte urgenti da parte dei regolatori; da ultimo, la crisi pandemica scoppiata nel 2020 e le recenti, drammatiche instabilità geopolitiche.

La materia sulla quale insiste il presente testo occupa, nell'ambito della disciplina europea e, di riflesso, di quella nazionale uno spazio abbastanza definito: essa, infatti, si identifica con la disciplina del cosiddetto "mercato dei capitali", ponendosi a fianco, da un lato, della disciplina degli enti creditizi e, dall'altro, di quella delle assicurazioni e dei fondi pensione. Questi tre ambiti o, meglio settori normativi, sono caratterizzati da provvedimenti specifici, che in genere ruotano attorno a corposi "pacchetti" legislativi, formati da un insieme articolato di direttive e regolamenti europei, in uno con un ampio spettro di strumenti di *soft law*. I tre settori trovano, poi, un riflesso anche negli assetti istituzionali della supervisione europea, essendo rispettivamente affidati alla *European Banking Authority* (EBA), per quanto riguarda gli enti creditizi, alla *European Insurance and Occupational Scheme Authority* (EIOPA) per il comparto assicurativo-previdenziale e, infine, alla *European Securities and Markets Authority* (ESMA) per quanto riguarda, per l'appunto, il mercato dei capitali. Nel comparto degli enti creditizi, e per le banche appartenenti all'area dell'euro (o per quei paesi che hanno chiesto di entrare a far parte del relativo sistema di vigilanza)³, assume altresì un assoluto rilievo la Banca Centrale Europea, in quanto autorità di vigilanza accentrata a livello europeo: è, questo, il Meccanismo di vigilanza unico sugli enti creditizi, operativo dal 2014.

Questi tre ambiti legislativi trovano, poi, le loro corrispondenze negli ordinamenti nazionali degli Stati membri dell'Unione. In Italia, il comparto degli enti creditizi e delle attività bancarie è regolato, *in primis*, dal Testo unico bancario del 1993 mentre quello delle imprese assicurative è disciplinato dal Codice delle assicurazioni private del 2005. I fondi pensione sono, a loro volta, regolati da un'apposita disciplina risalente al 1993.

Il comparto del mercato dei capitali è, invece, disciplinato dal Testo unico della finanza (TUF) del 1998. Naturalmente, queste sono distinzioni che vanno poi meglio declinate, e ciò per due ragioni. La prima, e più rilevante, è che, nel corso degli ultimi anni, il peso e il rilievo della disciplina europea in questi ambiti è cresciuto enormemente, spesso ricorrendo a fonti normative di diretta applicazione, che si sostituiscono alle fonti nazionali. La seconda ragione è dovuta al fatto che mercati, prodotti, servizi e intermediari sono sempre più integrati e

Per ulteriori considerazioni sui mutamenti del mercato finanziario alle soglie del nuovo secolo v. ROSSI (1999).

³ Al momento in cui scriviamo si tratta della Bulgaria. La Croazia, annessa al MVU nel 2020, ha nel frattempo adottato l'euro, con effetto dal 1° gennaio 2023.

interconnessi, di guisa che la suddivisione della materia in tre discipline o “silos” va comunque assunta con cautela, in modo tale da non offuscare la realtà dei fatti.

Con riguardo alla disciplina del mercato dei capitali di rango europeo, e a differenza degli altri due comparti, essa copre un ambito di materie e questioni ampio e diversificato: dalle offerte al pubblico, ai servizi di investimento, ai mercati secondari, agli abusi di mercato, ai fondi comuni di investimento, alle cripto-attività (oggetto anch’esse di una recentissima disciplina UE). In Italia, la parte preponderante di tale disciplina è formulata, a livello legislativo, dal TUF: amplissimo è però il rinvio alle fonti secondarie interne⁴.

È legittimo chiedersi quali siano le “specificità” della disciplina del mercato dei capitali, rispetto a quella degli enti creditizi, o delle imprese assicurative e delle forme previdenziali. La domanda – che già ci eravamo posti, ormai oltre venti anni fa, in occasione dell’uscita della prima edizione del presente lavoro – sorge spontanea, alla luce dello stesso titolo del D.Lgs. n. 58/1998, e non ha peraltro perso di attualità.

Al fine di individuare un criterio che possa fornire qualche utile spunto, giova ricordare che, nella più tipica prospettiva dell’analisi economica, il mercato finanziario viene tradizionalmente considerato come articolato in tre comparti: quello bancario e creditizio, quello dell’intermediazione finanziaria non bancaria, e quello assicurativo (quantomeno per i profili relativi a quest’ultimo che hanno attinenza con il mercato dei capitali). Esiste dunque, per la dottrina economica, una nozione di “mercato finanziario” che risulta sufficientemente chiara, o, quantomeno, la cui portata risulta ampiamente condivisa. Come si è detto, questa impostazione trova un evidente riscontro anche nell’architettura europea, in termini sia di regolazione, sia di supervisione.

Sul piano legislativo, invece, non esiste né in Europa, né in Italia (o in altri Stati dell’Unione) una disciplina unitaria del “mercato finanziario” o della “intermediazione finanziaria”. Essa è, piuttosto, articolata (tradizionalmente) nei tre comparti suddetti, che, storicamente, si sono evoluti tenendo in considerazione, e sulla base, delle specificità di ciascuno di essi. Ed è proprio muovendo dalla considerazione di tali specificità che è possibile ricavare l’ambito preciso sul quale insiste la regolazione del c.d. “mercato dei capitali”.

Per quanto attiene al settore degli enti creditizi, e della relativa disciplina, è indubbio che l’attività bancaria presenti caratteristiche che la rendono ben distinguibile da altre attività finanziarie. Tali peculiarità sono dovute al ruolo istituzionale che le banche svolgono, e che è riflesso nella stessa nozione di attività bancaria di cui agli artt. 10 e 11 TUB, in base ai quali “la raccolta di risparmio tra il pubblico e l’esercizio del credito costituiscono l’attività bancaria” (art. 10), e “ai fini del presente decreto legislativo è raccolta del risparmio l’acquisizione

⁴ ENRIQUES (2019), ove una ricostruzione puntuale di ciò che resta di “domestico” nel corpo del TUF.

di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma” (art. 11)⁵.

La definizione di attività bancaria ne pone in luce i tratti distintivi che consistono: (i) nella raccolta di risparmio, con obbligo di rimborso; e (ii) nell’esercizio del credito. Per il Testo unico bancario, che è, sul punto, allineato alle fonti di diritto UE che disciplinano l’attività degli enti creditizi, la specificità della banca consiste dunque nel fatto che essa attua un vero e proprio processo di trasformazione dei rischi: essa rimane, da un lato, debitrice dei fondi raccolti tra il pubblico; dall’altro, utilizza tali fondi per la concessione di credito, accollandosi il rischio dell’insolvenza dei debitori⁶. Sebbene non sia affatto da escludere che, in altri Paesi europei, la nozione di banca comprenda soggetti che non rientrano perfettamente in questi schemi, tale è la prospettiva definitoria del Testo unico bancario⁷. Essa trova diretta corrispondenza nelle fonti UE, e, in particolare, nell’art. 4, paragrafo 1, punto 1), lett. a) del Regolamento n. 575/2013 (c.d. Regolamento CRR), in base alla quale un ente creditizio è, *in primis*, un ente che raccoglie depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e concede crediti per proprio conto.

La combinazione di questi due elementi, ed il ruolo che ne deriva in capo all’intermediario-banca, risultano assenti nelle altre figure di intermediari. Di volta in volta potrà mancare il primo elemento (raccolta di risparmio, come sopra definito), o il secondo; non si troveranno mai congiuntamente, pena la “trasformazione” del soggetto in banca, con possibile violazione dell’art. 10, comma 2, TUB (“l’esercizio dell’attività bancaria è riservato alle banche”). Essa dà altresì luogo ad una precisa impronta della legislazione bancaria, che è orientata ad assicurare che la funzione di intermediazione, e di trasformazione del rischio, propria delle banche, sia svolta in modo da garantirne la stabilità (a livello sia individuale, sia di sistema): da qui, l’impronta di tale legislazione, volta soprattutto al perseguimento di obiettivi e finalità di tipo *prudenziale*.

Considerazioni analoghe valgono per quanto attiene alle assicurazioni. Anche la materia assicurativa è caratterizzata da tratti specifici, tali da distinguerla dalle altre attività che eventualmente vengano svolte sul mercato finanziario, dovuti, ancora una volta, al ruolo che le assicurazioni svolgono nel processo di “trasformazione” dei rischi. Tale rilievo resta valido anche alla luce del progressivo “avvicinamento” della disciplina di taluni prodotti e attività assicurative alle re-

⁵ In base alla disciplina bancaria, anche la sola attività di raccolta di risparmio tra il pubblico è attività riservata alle banche, o agli altri soggetti individuati in base all’art. 11 TUB. Vi è, dunque, un doppio livello di attività riservate: il primo è quello dell’attività bancaria, definita dall’art. 10 TUB; il secondo, è quello della mera attività di raccolta di risparmio, che è riservata ad un novero di soggetti più ampio, stante il disposto dell’art. 11 TUB. Ad esempio, rientra tra i casi previsti dall’art. 11 l’emissione di obbligazioni da parte di società per azioni, o di strumenti finanziari partecipativi, quali introdotti dalla riforma del diritto societario.

⁶ FERRO LUZZI (1995).

⁷ BRESCIA MORRA (2016).

gole proprie del mercato finanziario, che ha trovato sempre più riconoscimento anche nella normativa dell'Unione (Direttiva Solvency II; Direttiva sulla distribuzione dei prodotti assicurativi).

Orbene, non senza approssimazioni, si può concludere che la materia del mercato dei capitali si collochi nello spazio lasciato vuoto dalla disciplina delle banche, da un lato, e da quella assicurativa dall'altro. La complessità e la crescente innovazione dei mercati finanziari fanno sì che tale disciplina investa materie molto diverse, apparentemente anche lontane, ma in realtà tra di loro connesse, quali: i servizi di investimento, la gestione collettiva del risparmio, la gestione accentrata di strumenti finanziari, i mercati regolamentati e non, gli emittenti strumenti finanziari quotati, gli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico. Inoltre, alcune linee di confine si sono indubbiamente assottigliate, o addirittura non esistono più, e di ciò l'interprete deve necessariamente tenere conto.

Ovviamente, quella qui proposta rappresenta una semplificazione – forse destinata a scomparire – ma l'evoluzione storica della disciplina conferma la sussistenza di una linea piuttosto chiara di demarcazione tra attività bancarie, da un lato, attività tipicamente assicurative, dall'altro, e attività diverse dall'altro lato ancora, che corre – come un *fil rouge* – lungo l'intero arco dello sviluppo legislativo in materia, a livello sia europeo, sia interno.

Altra questione è stabilire se la segmentazione normativa dei tre comparti sia una scelta ancora valida e soddisfacente, alla luce della crescente integrazione tra banche, assicurazioni e mercato finanziario in genere che caratterizza gli sviluppi degli ultimi anni. Sul punto, sono da tempo forti, in chi scrive, le perplessità e lo stesso legislatore ha ormai preso atto della necessità di rivedere, almeno in parte, l'approccio tradizionale, integrando maggiormente le regole relative ai tre settori, e spesso sconfinando dall'uno all'altro, o adottando approcci spiccatamente intersettoriali.

2. *Un po' di Storia*

La disciplina del mercato dei capitali che si applica in Italia, quale la conosciamo oggi, è frutto di un complesso processo di produzione legislativa che prende avvio essenzialmente negli anni '70 del XX secolo, con l'istituzione della Commissione nazionale per le società e la borsa – avvenuta nel 1974 – e che subisce poi un rapido processo di accelerazione a partire dall'inizio degli anni '90, dovuto agli effetti del recepimento di numerose direttive comunitarie in materia.

Prima di tale periodo, la disciplina dell'intermediazione e del mercato finanziario coincideva, essenzialmente, con quella dell'attività bancaria, incentrata – sino all'approvazione del Testo unico del 1993 – sulla legge bancaria degli anni '30. Esisteva, in verità, una risalente legislazione sulle Borse, che affondava le

sue radici nell'abrogato Codice di commercio del 1882, ma essa riguardava soltanto l'organizzazione delle Borse come mercati di scambio di titoli quotati, e gli intermediari ammessi alle negoziazioni (all'epoca, i soli agenti di cambio)⁸.

È soltanto con l'istituzione della Consob, e quindi dal 1974 in poi, che si assiste all'introduzione, nell'ordinamento italiano, di una disciplina che guarda al mercato dei capitali in quanto tale, e non più necessariamente connessa o correlata con l'attività della borsa (all'epoca, ancora una istituzione di natura pubblica).

Ne sono esempi l'istituzione del mercato ristretto avvenuta nel 1977⁹ e, in seguito, la legge 23 marzo 1983, n. 77 che segna l'ampliamento dell'attività di controllo della Consob con riferimento alla materia della sollecitazione del pubblico risparmio¹⁰. L'art. 1/18 della legge n. 216/1974, modificato dalla legge n. 77/1983, sottopone, infatti, ai controlli della Commissione nazionale per le società e la borsa tutti coloro "che intendono procedere all'acquisto o alla vendita mediante offerta al pubblico di azioni o di obbligazioni anche convertibili, o di qualsiasi altro valore mobiliare italiano o estero, ivi compresi i titoli emessi da fondi di investimento mobiliari ed immobiliari, italiani o esteri, ovvero sollecitare con altri mezzi il pubblico risparmio". L'amplissima portata della disciplina si misura sulla nozione di "valore mobiliare"¹¹, che l'art. 1/18-*bis* definisce in termini assai lati come "ogni documento o certificato che direttamente o indirettamente rappresenti diritti in società, associazioni, imprese o enti di qualsiasi tipo, ivi compresi i fondi di investimento italiani od esteri; ogni documento o certificato rappresentativo di un credito o di un interesse negoziabile e non; ogni documento o certificato rappresentativo di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari, nonché ogni documento o certificato idoneo a conferire diritti di acquisto di uno dei valori mobiliari sopra indicati ed ivi compresi i titoli emessi dagli enti di gestione fiduciaria di cui all'art. 45 TU delle leggi sull'esercizio delle assicurazioni private, approvato con D.P.R. 13 febbraio 1959, n. 449".

Al contempo, la legge n. 77/1983 introduce in Italia i fondi comuni di investimento, da tempo presenti in altri Paesi, e che oggi costituiscono uno dei principali attori del mercato dei capitali, segnando così l'ingresso nel panorama italiano dei primi investitori "istituzionali". Nel 1985 anche l'Europa introduce la sua prima disciplina dei gestori collettivi, con la Direttiva UCITS del 1985 (più volte aggiornata nel tempo).

La disciplina del mercato mobiliare si amplia successivamente, attraverso ulteriori interventi legislativi. In particolare, nel 1988 si assiste alla nascita di uno specifico mercato secondario, dedicato alla negoziazione dei titoli pubblici: si tratta del "Mercato secondario dei titoli di Stato", sul quale ben presto si con-

⁸ COSTI (2006).

⁹ Si tratta della legge 23 febbraio 1977, n. 49.

¹⁰ COSTI (2006).

¹¹ CARBONETTI (1989).

centrano le negoziazioni all'ingrosso di titoli pubblici, e che offre un modello organizzativo destinato ad influire sensibilmente sulla futura disciplina dei mercati regolamentati, in quanto basato su elementi privatistici, nella più generale cornice di controlli pubblici ed amministrativi.

Ma è con la legge 2 gennaio 1991, n. 1 (c.d. "legge SIM") che si assiste all'introduzione della prima disciplina organica delle attività di intermediazione svolte sul mercato dei capitali: vengono istituite le società di intermediazione mobiliare e i mercati di negoziazione sono oggetto di incisivi interventi di riforma. I relativi controlli sono ripartiti tra la Consob e la Banca d'Italia; si introducono pervasive regole volte a disciplinare la prestazione dei vari servizi, in una prospettiva di rafforzamento della tutela degli investitori.

Nei primi anni '90 si assiste ad un ricco, a tratti impetuoso, processo di innovazione legislativo che vede l'emanazione di numerosi provvedimenti destinati, poi, a confluire nel Testo unico del 1998¹². Il punto di partenza di tale successione evolutiva coincide con il recepimento in Italia, nel 1996, delle prime, e fondamentali, Direttive comunitarie 93/22/CEE e 93/6/CEE, in materia di servizi di investimento¹³. Queste rappresentano, nel panorama delle fonti europee, il corrispondente – nella materia degli intermediari mobiliari – della II Direttiva CEE di coordinamento in materia bancaria.

Gli aspetti più significativi della Direttiva 93/22/CEE sono rappresentati, da un lato, dall'introduzione del principio di mutuo riconoscimento degli intermediari, secondo lo schema già adottato per le banche, per le assicurazioni, e per gli organismi di investimento collettivo; dall'altro lato, dall'introduzione di un analogo principio di mutuo riconoscimento riferibile non già agli intermediari, ma ai mercati.

Al contesto europeo si aggiunge il quadro istituzionale che caratterizza quel periodo; un quadro complesso ed assai problematico, segnato dalle grandi questioni conseguenti al progredire dell'integrazione monetaria, dall'avvio di ambiziosi programmi di privatizzazione, da uno scenario politico spesso instabile, ma comunque caratterizzato da una crescente attenzione ai profili del diritto dell'economia in senso generale.

Il recepimento della Direttiva sui servizi di investimento rappresenta allora l'occasione anche per attuare una rifondazione complessiva della disciplina, con l'obiettivo di supportare la crescita e lo sviluppo del mercato finanziario italiano. Con la legge delega a base del TUF del 1998, l'opera di riordinamento normativo riguarda, infatti, la disciplina degli intermediari, dei mercati finanziari e mobiliari, e "gli altri aspetti comunque connessi". E, in tale ambito, il Governo

¹² V., con riferimento al periodo intercorrente tra la legge n. 1/1991 e il recepimento della Direttiva Eurosif, CAPRIGLIONE (1994). Per un ampio affresco dell'impatto della disciplina UE sull'assetto dei mercati finanziari e creditizi nel secolo scorso v. PREDIERI (1993).

¹³ Trattasi, più precisamente, della Direttiva 15 marzo 1993, 93/6/CEE, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, e della Direttiva 10 maggio 1993, 93/22/CEE, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari.

riceve il potere di modificare anche la “disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza”.

Anche negli anni successivi all’emanazione del TUF, l’Unione Europea prosegue, minuziosamente, nel processo di armonizzazione delle legislazioni nazionali in materia di mercato mobiliare e finanziario in genere.

Dell’impatto delle singole e specifiche Direttive sulla disciplina interna daremo conto con riferimento alle singole materie di volta in volta interessate. La legislazione europea è, nella materia di cui si discute, un cantiere perennemente aperto. Pressoché quasi tutti i testi UE vengono, nel tempo, aggiornati, rivisti, a volte “trasformandosi” – nelle versioni successive – da Direttive in Regolamenti direttamente applicabili negli Stati membri (si pensi, per tutti, alla disciplina degli abusi di mercato).

Ciò che preme porre in luce è la tendenza della disciplina europea a ritagliarsi – già nel decennio 1998-2008 – spazi di intervento sempre più rilevanti, comprimendo così l’autonomia lasciata agli ordinamenti nazionali. Tale fenomeno si manifesta non soltanto con l’ampliarsi delle *materie* incise dal diritto europeo, ma anche in relazione ai *metodi* utilizzati dal legislatore dell’Unione. Infatti, le Direttive più risalenti, quelle che si affacciarono negli anni ’80-90 del secolo scorso, erano (in genere) basate sui principi dell’“armonizzazione minima” e del “mutuo riconoscimento”: l’impostazione di fondo era dunque volta ad introdurre negli ordinamenti degli Stati membri quel grado, o livello, di armonizzazione necessario per assicurare l’applicazione e il funzionamento del principio del mutuo riconoscimento. In tempi più recenti, le Direttive si sono fatte sempre più dettagliate, e nel 2001 (Decisione 2001/527/EC) l’Unione Europea ha così introdotto un nuovo metodo di elaborazione delle Direttive stesse (il c.d. metodo Lamfalussy – v. *infra*, cap. II) volto a perseguire una più forte armonizzazione delle legislazioni nazionali. È, poi, cresciuto il ricorso allo strumento del Regolamento, in luogo delle Direttive.

Il deflagrare della crisi finanziaria – manifestatasi in tutta la sua violenza, e dimensione planetaria, nel 2008 – ha dato avvio ad una nuova fase di revisione della disciplina dei mercati finanziari. Dopo il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008, stante la dimensione globale della crisi, la riflessione prende subito avvio nelle sedi internazionali, ed investe pressoché tutti i profili della regolazione dei mercati: se, in alcuni casi, le prime iniziative si sono presto tradotte in concreti provvedimenti normativi (Stati Uniti d’America), in altri casi le stesse hanno comunque dato avvio a grandi processi di riforma, di più lunga gestazione (Unione Europea)¹⁴. Per effetto, e nel corso, della crisi, tutti gli assetti

¹⁴ Sulla crisi finanziaria del 2008, la bibliografia è letteralmente sterminata: per i primi riferimenti, ed ulteriori indicazioni, muovendo dalla letteratura in italiano, si vedano ROSSI (2009); ONADO (2009); MASERA (2010); DI TARANTO (2010); RISPOLI FARINA (2010); MEZZACAPO (2010); SAB-

della regolazione dei mercati finanziari sono stati chiamati direttamente in causa, o per non aver saputo prevenire i fallimenti di mercato, o per non averli affrontati adeguatamente: in tale ambito, le riforme hanno investito tanto il ruolo delle Autorità di vigilanza, quanto l'oggetto e il contenuto delle regole, quanto – infine – l'*enforcement* delle stesse.

In Europa tra le numerose riflessioni che hanno preso avvio in merito agli assetti della regolamentazione, ed alle prospettive di riforma, quella che ha avuto il maggior impatto sull'assetto della futura disciplina europea è rappresentata dall'analisi svolta dal Gruppo di lavoro presieduto da Jacques de Larosière, ed operante su mandato della Commissione europea: le risultanze del Gruppo di lavoro – riflesse nel documento *The High-Level Group of Financial Supervision in the EU* del febbraio 2009 – hanno tracciato il sentiero lungo il quale il legislatore europeo si è mosso nel corso degli anni successivi. Dopo aver indagato le possibili cause della crisi, il documento formula 31 Raccomandazioni, che investono numerosissimi aspetti: dalla struttura delle Autorità europee, all'ampliamento della regolamentazione a settori non ancora regolati, alla cooperazione internazionale, alla gestione dei rischi micro e macroprudenziali, ecc. È sul sentiero tracciato dal Rapporto de Larosière che si è mosso – massicciamente – il legislatore europeo dopo la crisi finanziaria: quel Rapporto, dunque, costituisce un vero e proprio "*tableau de bord*" delle riforme più recenti della disciplina del mercato finanziario, oggi pressoché quasi tutte realizzate. In tale contesto, la disciplina del settore bancario è stata interamente rivista, con l'introduzione, da un lato, di nuove misure legislative volte ad allineare il più possibile le legislazioni nazionali (il c.d. *Single Rulebook*), e, dall'altro, del Meccanismo di vigilanza unico sulle banche, affidato alla Banca Centrale Europea: una riforma, quest'ultima, di portata storica, operativa dal 1° novembre 2014, e che tocca gli stessi assetti di vertice dell'Unione Europea. Sono poi mutati gli assetti istituzionali, con la riforma delle Autorità europee (EBA-ESMA-EIOPA), è stato rivisto il sistema della vigilanza macro-prudenziale, e sono stati estesi gli ambiti della regolazione (ad esempio, fondi di investimento alternativi, agenzie di rating, ecc.).

Nel 2020, lo scoppio della crisi pandemica da Covid-19 ha, nuovamente, avuto un forte impatto anche sui mercati dell'Unione. Ne è scaturito un nuovo, rilevante flusso di legislazione emergenziale, che ha interessato tutti i settori, incluso il mercato dei capitali. Nel corso della trattazione daremo conto, di volta in volta, di alcuni di questi provvedimenti, spesso volti a introdurre regimi temporanei e agevolativi, aventi lo scopo di supportare gli operatori e i mercati in un contesto drammatico e turbolento quale quello della pandemia. Al contempo, la pandemia ha però suscitato anche riflessioni di più lungo periodo su vari aspetti della regolamentazione europea, che stanno influenzando sulle sue successive evoluzioni: ne sono prova le discussioni in corso relativamente alla revisione

BATELLI (2010); ENRIQUES (2010); GALGANO (2010); CARDI (2010), nonché i due ricchi volumi collettanei a cura di SANTORO-TONELLI (2012).

dei capisaldi della disciplina UE, tra cui MiFID II, gli abusi di mercato, il prospetto informativo, la gestione collettiva del risparmio. Alcune delle misure eccezionali introdotte durante la pandemia sembrano, dunque, destinate ad avere un effetto di più lungo periodo, soprattutto quelle volte a semplificare taluni degli innumerevoli oneri e gli adempimenti formali degli operatori, e ad assicurare un miglior coordinamento tra le varie discipline.

3. Il difficile equilibrio tra fonti interne e fonti europee e la perdita di centralità del TUF

In Italia, a distanza di 25 anni dall'emanazione del TUF, il panorama che – con specifico riferimento alla disciplina degli intermediari e dei mercati – si presenta agli occhi dell'interprete (e dei pratici) si è, dunque, molto modificato.

Innanzitutto, come già detto, l'incidenza della normativa europea è aumentata esponenzialmente, conducendo alla riscrittura di intere sezioni del TUF, sulle quali il legislatore è intervenuto più, e più volte. Ma, su di un piano diverso, è in parte cambiato lo spirito che aveva presieduto all'originaria formulazione del Testo unico. Il D.Lgs. n. 58/1998 fu salutato a suo tempo – non a torto – come un riuscito esempio di razionalizzazione e sistematizzazione della disciplina degli intermediari e dei mercati: un testo fiducioso nell'autonomia del mercato, improntato – in molti settori – ad ampia delegificazione. Oggi, non resta moltissimo di quella ispirazione. La fiducia nella capacità dei mercati di trovare da sé alcuni punti di equilibrio pare essersi incrinata. Dopo le crisi, e i pesanti interventi normativi che hanno investito tutti i settori, sul Testo unico si stende, minacciosa, l'ombra di regimi sanzionatori sempre più pressanti, delle responsabilità amministrative, civili e penali, di cui la disciplina sugli abusi di mercato costituisce esempio significativo. Gli spazi – in vero tenui, e da sempre incerti – pur lasciati all'autodisciplina sono pressoché scomparsi: non ve n'è quasi più traccia, nelle materie che qui interessano, neppure nei testi di rango secondario.

Gran parte dell'evoluzione del Testo unico successiva alla sua emanazione è frutto dell'espansione della disciplina eurounitaria. L'impatto della normativa europea sul Testo unico si esercita prevalentemente in due direzioni: la prima consiste nella riduzione degli spazi lasciati al legislatore nazionale in sede di recepimento delle Direttive, ora sempre più improntate a modelli di (quantomeno declamata) “massima armonizzazione”, combinati con divieti o limitazioni di “*gold plating*” (ossia, il potere degli Stati membri di introdurre regole aggiuntive rispetto a quelle derivanti dai testi UE). In tutte le materie, poi, il peso dei Regolamenti UE, direttamente applicabili, è cresciuto immensamente. La seconda direzione riguarda, più propriamente, l'ampliamento delle materie nelle quali interviene la legislazione europea. Esempi degli ultimi anni sono rappresentati dalla Direttiva “AIFMD”, dai Regolamenti sulle agenzie di *rating*, dal Regolamento “EMIR” sui derivati, sino alla disciplina dei mercati, a quella dei prodotti pre-as-

sembrati al dettaglio, cui si aggiungono, *inter alia*, il Regolamento (UE) 2017/2402 in materia di cartolarizzazione, il recente Regolamento (UE) in materia di *crowdfunding* n. 2020/1503 e la disciplina delle crypto-attività (Regolamenti MiCA-DORA-DLT).

Questa impostazione lascia, tuttavia, irrisolto almeno un problema e pone almeno un dubbio.

Il *problema* continua ad essere rappresentato dalla c.d. “armonizzazione effettiva”, ossia dal modo in cui – concretamente – le regole eurounitarie vengono applicate e interpretate negli Stati membri. Nel quadro di un più ampio progetto di revisione della struttura della vigilanza europea, che prende avvio con l’introduzione del sistema (*recte*, procedura) Lamfalussy, si sono introdotte dapprima, e rafforzate poi, le strutture della c.d. comitatologia. Il processo, poi rivisto nel quadro dei suggerimenti avanzati dal Rapporto de Larosière immediatamente dopo lo scoppio della crisi del 2008, poggiava tuttavia su qualche incertezza di fondo, rappresentata dalla natura in parte ibrida dei Comitati. I Comitati sono così stati sostituiti, nel 2010, da vere e proprie Autorità europee (EBA, ESMA e EIOPA) (tra le quali, ai fini che qui interessano, spicca l’ESMA), alle quali spettano funzioni eterogenee: alta vigilanza, elaborazione di standard tecnici e orientamenti di *soft law*, ampie prerogative operanti sul piano della mera *moral suasion*, funzioni sanzionatorie in caso di mancato rispetto delle norme europee: tutti compiti spesso di difficile inquadramento all’interno di schemi tradizionali. Il loro ruolo è, poi, a volte reso di difficile intelligibilità, a causa della mancanza di un più chiaro substrato normativo nei Trattati. Non stupisce, allora, che – nonostante il rafforzamento delle Autorità UE, e il livello di dettaglio delle Direttive – continuino a manifestarsi orientamenti disallineati. Fermo quanto precede, vi sono questioni fondamentali che non sono toccate dal diritto europeo, e che sono lasciate alla legislazione degli Stati membri: ad esempio, le questioni che attengono ai rimedi di natura privatistica, ai regimi di responsabilità civile, all’armonizzazione di discipline sostanziali che sorreggono l’impianto euro-unitario (ad esempio, il diritto delle crisi, il diritto dei contratti, ecc.).

Se, dunque, il problema continua – inevitabilmente – ad essere quello del raggiungimento di un grado di più elevata convergenza tra gli ordinamenti nazionali, il dubbio concerne l’alternativa tra armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti. Quale debba essere il livello di *regulatory competition* in ambito europeo costituisce un dilemma da sempre, e tutt’ora, irrisolto, soltanto in parte affrontato dalle analisi di impatto che regolarmente accompagnano l’emanazione di nuovi provvedimenti dell’Unione. La questione, peraltro, non sembra possa essere confusa con quella della valenza e della portata del principio di sussidiarietà del Trattato: quel principio, infatti, attiene al momento per così dire “originario” dell’intervento del legislatore, relativo all’effettiva giustificabilità e necessità dell’intervento stesso, ma non risolve la questione del grado di pervasività della disciplina che eventualmente ne derivi, e del livello più opportuno di concorrenza da lasciare tra gli ordinamenti. Deve, peraltro, osservarsi che il *trend*

più recente (intensificatosi dopo la crisi del 2008) pare essere nel senso della riduzione di spazi rilevanti di *regulatory competition*.

I Testi unici – si sa – corrono a volte il rischio di perdere la loro centralità, a causa del successivo affastellarsi di normative “speciali”: discipline che vengono a collocarsi formalmente all'esterno del Testo unico, ma che sono a quest'ultimo strettamente collegate. Il TUF, sino a tempi molto recenti, è rimasto piuttosto immune da questa tendenza: gli interventi che si sono succeduti nei primi 20 anni dalla sua emanazione sono stati pressoché tutti interamente recepiti nel corpo del testo di legge, che ha così potuto mantenere la sua sostanziale unitarietà e centralità per il sistema. Negli ultimi tempi, però, le incursioni del legislatore comunitario hanno stravolto questo assetto¹⁵. La disciplina UE delle agenzie di *rating* e il c.d. Regolamento EMIR toccano, ad esempio, materie di diretta attinenza con il TUF, ma il ricorso allo strumento del Regolamento le colloca, inevitabilmente, al di fuori dell'articolato del Testo unico medesimo. La nuova disciplina degli abusi di mercato, da ultimo affidata ad un Regolamento (Regolamento (UE) n. 596/2014, in vigore dal 2016), ha comportato, di fatto, l'espunzione dal corpo del TUF di uno dei capisaldi della sua disciplina. Una corposa parte della disciplina sui servizi di investimento e sui mercati è confluita, nel contesto della MiFID II, in Regolamenti UE. La disciplina del *crowdfunding* è ora affidata ad un Regolamento UE. Il mercato delle cripto-attività è stato recentemente disciplinato da Regolamenti eurounitari.

L'Unione Europea ha anche avviato un ambizioso processo – denominato “*Capital Markets Union*” – che, in pressoché tutti i settori della disciplina, prevede ulteriori misure di armonizzazione, e di stimolo all'integrazione e alla crescita dei mercati UE. Sebbene, in tale contesto, non si ipotizzi – almeno per il momento – la costituzione di un'unica Autorità europea di vigilanza sul mercato dei capitali (sul modello di quanto realizzato nel comparto bancario), è evidente che il progetto CMU segnerà ulteriori sviluppi nel processo di integrazione comunitario, nel quale le legislazioni nazionali arretreranno ulteriormente¹⁶.

Alla domanda se il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria stia subendo esso stesso un processo di disintermediazione, la risposta affermativa sembra ora imporsi, anche se – probabilmente – ciò non rappresenta altro che lo specchio del crescente rilievo della disciplina di rango eurounitario, destinata ad occupare spazi sempre più rilevanti.

In questo quadro, il compito dello studioso, dell'interprete, e di chi – a vario titolo – deve applicare e usare le regole sta diventando improbo. Le fonti normative si sono frammentate, e moltiplicate a dismisura. Interi ambiti normativi sono letteralmente invasi da norme tecniche di dettaglio, soggette a continui

¹⁵ CERA-PRESTI (2020).

¹⁶ Si vedano, per gli ultimi aggiornamenti, gli appositi siti della Commissione UE nonché i lavori e i suggerimenti del High Level Forum, https://ec.europa.eu/info/publications/cmu-high-level-forum_en.

cambiamenti. Tali fonti – di cui è spesso incerta anche solo la mappatura – sono completate da altre fonti di dubbia qualificazione, soltanto apparentemente strumenti di *soft law* (orientamenti, linee guida, comunicazioni, Q&A, pareri, raccomandazioni) che riescono, di fatto, a imporre obblighi e precetti, sfuggendo però alle garanzie proprie del procedimento propriamente legislativo e/o regolamentare. La qualità dei testi legislativi, spesso anche di quelli europei, è spesso insoddisfacente, e lo è ancor di più la qualità delle loro traduzioni nelle lingue degli Stati membri. Siamo in presenza di una complessa fase di de-strutturazione delle regole, nella quale, spesso, il confine tra tecnica e diritto non esiste più.

4. Le rivoluzioni tecnologiche e la sostenibilità

Vi sono due grandi, nuove sfide che, oggi, vengono rivolte al legislatore che guarda al mercato dei capitali: lo sviluppo impetuoso delle nuove tecnologie, e la sostenibilità delle attività economiche. Il fenomeno investe tutti i settori finanziari e, naturalmente, anche il mercato mobiliare.

Il rapporto tra tecnologia e mercati si è fatto, negli ultimi decenni, sempre più stretto: sin dalla “trasformazione” delle tradizionali borse in mercati telematici, realizzatasi – in pressoché tutti i Paesi europei – a partire dagli anni ’80 del secolo scorso, la tecnologia ha rappresentato uno dei principali fattori dello sviluppo delle sedi di negoziazione e delle regole che li connotano¹⁷.

I nuovi fenomeni – *distributed ledger technology*, cripto-attività e intelligenza artificiale¹⁸ – mostrano un impatto ancora più rilevante rispetto al passato¹⁹. Le nuove tecnologie stanno, in vero, rapidamente trasformando le stesse strutture, i prodotti, e gli attori del mercato mobiliare. I fenomeni in essere costringono l’interprete a confrontarsi con fattispecie e questioni interpretative inedite, dai confini spesso incerti. Sono così già nate, sulla scorta dell’evoluzione tecnologica, nuove discipline: il Regolamento UE sul mercato delle cripto-attività (MiCA) ne è l’esempio più significativo.

Quanto alla sostenibilità, le emergenze che interessano il nostro Pianeta hanno ora coinvolto anche il mondo della finanza e della sua regolazione. La disciplina del mercato finanziario (nella sua interezza) è ora chiamata a contribuire, in modo decisivo, al raggiungimento di obiettivi di sviluppo sostenibili: ambiente, obiettivi sociali, sviluppo equilibrato e gestione trasparente e prudente delle

¹⁷ Cfr. ESMA Economic Report, n. 1/2014, *High Frequency Trading Activity in EU Equity Markets*.

¹⁸ Sul tema la letteratura è sterminata, ma si veda, in luogo di altri, nella letteratura in lingua italiana, ABRIANI-COSTI (2023).

¹⁹ SCIARRONE ALIBRANDI (2020).

attività economiche sono tutti temi riassunti nell'acronimo "Environmental, Social, Governance – ESG" che connota questo nuovo filone legislativo. Si tratta di un filone che sta profondamente trasformando gli elementi strutturali stessi del mercato, delle sue regole e dei presidi che ne supportano il regolare e buon funzionamento e che, soltanto pochissimi anni fa, erano del tutto estranei alla disciplina della finanza.

Sia le nuove tecnologie, sia le questioni legate alla sostenibilità, sottopongono la regolazione a nuovi, importanti sfide, ma schiudono anche nuove, affascinanti questioni e prospettive. Sulla scorta di queste nuove tendenze, anche il diritto del mercato finanziario, e mobiliare in particolare, si sta, dunque, rapidamente trasformando.

CAPITOLO II

IL SISTEMA DELLE FONTI

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Le fonti del diritto UE. – 2.1. (*Segue*): la nascita dei Trattati – 2.2. (*Segue*): le istituzioni, gli obiettivi ed i principi generali dell'UE – 2.3. (*Segue*): la legislazione secondaria – 2.4. (*Segue*): il c.d. metodo Lamfalussy e gli Standard tecnici. – 2.5. (*Segue*): la *soft law*: linee guida, Q&As, opinion, e altri. – 2.6. (*Segue*): la Corte di Giustizia UE e il valore dei precedenti. – 3. Le fonti nazionali: il TUF. – 3.1 (*Segue*): le fonti nazionali: i Regolamenti di attuazione del TUF. – 3.2. (*Segue*): *soft law* nazionale. – 4. Elenco delle fonti di maggior rilievo. – 5. La ricerca delle fonti e i siti internet.

1. *Introduzione*

La stratificazione che connota la disciplina del mercato dei capitali, in un continuo intreccio tra fonti europee di varia natura, e fonti di diritto interno, rende spesso difficile orientarsi nella normativa di riferimento. Non solo non è facile ricostruire puntualmente tutte le fonti che, in un certo ambito, sono in vigore, ma a volte non è neppure agevole identificarne con precisione la natura, e gli effetti: ciò è dovuto al proliferare di fonti atipiche, molte delle quali si sviluppano nell'ambito della c.d. *soft law*. In questo breve capitolo si tenterà di fornire una prima, semplice guida, per identificare le tipologie di atti che compongono le fonti normative della disciplina del mercato dei capitali, sia a livello europeo, sia interno.

2. *Le fonti del diritto UE*¹

2.1. (*Segue*): *la nascita dei Trattati*

Le fonti del diritto dell'Unione Europea sono il risultato di un'evoluzione intricata che si snoda sin dagli anni '50 del secolo scorso.

¹Per un approfondimento, v. *inter alia*, BARATTA (2019); ADAM-TIZZANO (2020); DRAETTA, BESTAGNO-SANTINI (2022).

Il fulcro di questo complesso sistema giuridico risiede nei Trattati UE, che affondano le loro radici nella storia dell'Europa del dopoguerra. Nel 1957, i Trattati di Roma del 1957 danno vita alla Comunità economica europea ("CEE"): un grande, ambizioso progetto che, nel corso dei decenni, si è evoluto nell'Unione europea quale la conosciamo oggi.

Il termine "Comunità europea" fu probabilmente utilizzato per la prima volta il 20 giugno 1950 da Jean Monnet all'apertura della conferenza che portò all'adozione del Trattato che istituisce la Comunità europea del carbone e dell'acciaio ("CECA"), come egli stesso racconta nei suoi "*Mémoires*"². Monnet fu il principale artefice della storica Dichiarazione Schuman del 9 maggio di quell'anno, con la quale la Francia propose alla Germania – e a tutti i paesi europei interessati – di "mettere in comune" la produzione di carbone e acciaio. Tale decisione portò alla nascita delle organizzazioni previste dai trattati conclusi tra i sei Stati fondatori della Comunità sul carbone e sull'acciaio nel 1951; sulla difesa nel 1952 ("CED"); sull'economia e sull'energia atomica nel 1957 ("CEE" ed "Euratom"); nonché nello Statuto della Comunità europea, presentato nel 1953 dall'assemblea parlamentare "*ad hoc*" su proposta congiunta dei governi francese e italiano³.

Fin dall'inizio, esisteva un progetto più ampio d'integrazione europea. Tale progetto è stato ampiamente influenzato dalla dottrina del c.d. *neo-funzionalismo*, la prima ideologia dell'integrazione comunitaria, che incarnava una teoria pluralista della politica internazionale⁴. Il principio centrale del neo-funzionalismo era il concetto di "spillover", secondo il quale, basandosi sull'interconnessione dell'economia, l'integrazione in una sfera produceva pressioni per l'integrazione anche in altre aree, innescando una reazione a catena che, nel complesso, favorirebbe l'integrazione dei mercati.

Fu solo decenni dopo la creazione della CEE che l'idea della creazione di una vera e propria "Unione" fu coltivata dai Trattati. Durante i negoziati della Conferenza intergovernativa ("CIG") del 1991, che preparò la strada al Trattato di Maastricht del 1992, viene raggiunto il consenso per ribattezzare il trattato con il nome "Trattato sull'Unione Europea" ("TUE")⁵ – *Vertrag über die Europäische Union* in tedesco; *Traité sur l'Union européenne* in francese; *Treaty on the European Union* in inglese. Il Trattato di Maastricht, dunque, segna l'inizio dell'Unione nelle linee istituzionali e giuridiche che conosciamo oggi: in particolare, esso ha ampliato l'integrazione europea, ed è stato responsabile dell'introduzione dell'euro.

Con il Trattato di Lisbona del 2007, la sostituzione di "Comunità" con "Unione" è stata definitivamente perfezionata, e il nome del Trattato di Roma

² MONNET (1978).

³ V. PESCATORE (2005); LOUIS-RONSE (2005).

⁴ CRAIG (2021).

⁵ Trattato sull'Unione Europea (OJ C 326, 26.10.2012, pp. 13-390).

del 1957 (“Trattato che istituisce la Comunità europea”) è stato sostituito con “Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea” (il c.d. “TFUE”)⁶.

Il Trattato di Lisbona ha condotto il sistema giuridico dell’UE alla sua attuale architettura, introducendo innovazioni di rilievo al quadro precedente, tra cui l’inserimento di un riferimento nel diritto primario ai “principi generali del diritto dell’Unione” nell’art. 6, par. 3, TUE, nonché l’introduzione della Carta dei diritti fondamentali dell’UE⁷ – risalente al 2000 – tra i pilastri dell’Unione, con “lo stesso valore giuridico dei trattati” (art. 6, par. 3, TUE).

2.2. (Segue): *le istituzioni, gli obiettivi ed i principi generali dell’UE*

Attualmente, il diritto dell’Unione Europea costituisce un ordinamento giuridico autonomo basato sui Trattati – TUE, TFUE, oltre alla Carta – che si trovano al vertice della gerarchia delle fonti. L’intero edificio dell’UE si basa sul principio dello *stato di diritto*: ogni azione intrapresa dall’UE – che, va notato, possiede una personalità giuridica propria – deve essere fondata sui Trattati. Mentre in origine la CEE si orientava soltanto verso l’integrazione economica, ora è in atto il tentativo di porre in essere una vera unione economica e politica tra gli (attuali) 27 Stati membri, in cui si riconoscono altri obiettivi, come la libertà, la sicurezza, la giustizia e il progresso sociale; l’integrazione economica, che si concretizza nello sviluppo del mercato interno, rimane comunque la pietra miliare del sistema, ai sensi dell’art. 3, par. 3, TUE.

Il contenuto della nozione di mercato interno si trova negli artt. da 26 a 66 TFUE: si tratta, essenzialmente, di un mercato unico in cui è garantita la libera circolazione di beni, servizi, capitali e persone e in cui i cittadini sono liberi di vivere, lavorare, studiare e fare affari. Alla base di tale concetto ci sono le quattro libertà fondamentali, tutelate dai Trattati e applicabili alle attività transfrontaliere all’interno dell’Unione: la libera circolazione delle merci, la libertà di stabilimento, la libera prestazione dei servizi e la libera circolazione dei capitali.

In base ai Trattati, gli Stati membri accettano di mettere in comune una parte della loro sovranità e di delegare all’UE una vasta gamma di ambiti e poteri decisionali, che vengono poi esercitati dalle istituzioni dell’Unione Europea, descritte nell’art. 13 TUE.

In sintesi, le priorità generali dell’UE sono stabilite dal Consiglio europeo, che riunisce i dirigenti nazionali e quelli dell’UE; il Consiglio dell’Unione Europea (o semplicemente “Consiglio”), invece, comprende 27 rappresentanti nazionali competenti su questioni specifiche ed esercita la funzione di co-legislatore dell’Unione; nel contempo, il Parlamento europeo, formato da eurodeputati eletti direttamente, rappresenta i cittadini europei e conferisce ulteriore legiti-

⁶ Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea (OJ C326, 26.10.2012, pp. 47-390).

⁷ Carta dei diritti fondamentali dell’Unione Europea (OJ C 326, 26.10.2012, pp. 391-407).

timità democratica al processo legiferante; gli interessi dell'UE nel suo complesso sono promossi dalla Commissione europea, i cui membri sono nominati dai governi nazionali con il compito di promuovere le politiche dell'Unione; la Corte di Giustizia sostiene le regole e i principi del diritto europeo, essendo, peraltro, l'unica istituzione autorizzata a interpretare il diritto dell'UE; la Banca Centrale Europea ("BCE") gestisce la politica monetaria indipendente dell'area dell'euro, occupandosi anche della supervisione diretta degli enti creditizi; infine, la Corte dei conti europea è preposta all'esame dei conti dell'Unione e dei suoi vari organi al fine di accertarne la sana gestione finanziaria.

Il processo legislativo dell'UE si basa sulla procedura della cosiddetta "codificazione", introdotta per la prima volta nel 1992 e da allora ampliata e perfezionata. Con il Trattato di Lisbona, è diventata il modello ufficiale dell'UE, e risulta disciplinata agli artt. 289 e 294 TFUE. Tale meccanismo si caratterizza per l'adozione congiunta della legislazione da parte del Parlamento e del Consiglio, che operano su di un piano di parità. Il processo legiferativo tipico inizia con l'avvio da parte della Commissione di procedure di consultazione e lo svolgimento di studi tecnici e valutazioni d'impatto su un determinato argomento per il quale è stata incaricata di sviluppare una politica pubblica. Una volta conclusa questa fase preliminare, la Commissione presenta una proposta legislativa che viene discussa dai co-legislatori fino all'approvazione congiunta e all'adozione finale come legge dell'UE.

Gli atti legislativi adottati dalle istituzioni dell'UE in base ai trattati sono chiamati "legislazione secondaria" proprio per il fatto che si situano a valle delle disposizioni del trattato e dei principi generali del diritto dell'UE: alcuni di questi principi, maturati nel corso della storia dell'Unione e risalenti a radici ancora più lontane, – in particolare, nella tradizione costituzionale comune degli Stati membri – sono contenuti espressamente nei trattati; altri sono stati sviluppati in forza dell'interpretazione dei trattati da parte della CGUE.

In particolare, due principi cardine sono elencati nell'art. 5 TUE: (i) il principio di *sussidiarietà*, in base al quale nei settori che non rientrano nella sua competenza esclusiva, l'Unione interviene solo se e nella misura in cui gli obiettivi dell'azione proposta non possono essere conseguiti in misura sufficiente dagli Stati membri, né a livello centrale né a livello regionale e locale, ma possono, a motivo delle dimensioni o degli effetti dell'azione proposta, essere conseguiti meglio a livello di Unione; e (ii) il principio della *proporzionalità*, in base al quale il contenuto e la forma dell'azione dell'Unione non possono eccedere quanto necessario per il conseguimento degli obiettivi dei Trattati.

Vanno certamente ricordati anche altri principi basilari, sviluppati attraverso la summenzionata giurisprudenza della CGUE, che ora figurano come tratti essenziali del diritto dell'UE: da un lato, *l'effetto diretto*, emerso dalla sentenza storica del 1963 *Van Gen den Loos*⁸, da intendersi come la capacità di una nor-

⁸ Causa 26/62 NV *Algemene Transport en Expeditie Onderneming Van Gend en Loos c Nederlandse administratie der belastingen* [1963] ECR I.

ma del diritto dell'Unione di essere applicata direttamente negli ordinamenti giuridici interni; dall'altro, il principio del *primato (o supremazia) del diritto dell'Unione*, sviluppata a partire dalla sentenza altrettanto storica del 1964, *Costa contro ENEL*⁹, che denota la capacità di una norma del diritto dell'Unione di prevalere su norme incompatibili del diritto nazionale nei procedimenti giudiziari interni.

2.3. (Segue): *la legislazione secondaria*

La legislazione secondaria (o anche “derivata”) è costituita da cinque diverse tipologie di atti giuridici tipici previsti dall'art. 288 TFUE: regolamenti, direttive, decisioni, raccomandazioni e pareri. Una prima importante precisazione da fare quando ci si addentra nello studio del diritto dell'UE è che, a differenza della gerarchia consolidata delle leggi tipicamente riscontrabili nei sistemi giuridici nazionali, nel diritto europeo non esiste una gerarchia formale tra decisioni, direttive e regolamenti. Sebbene all'inizio ciò possa confondere i neofiti in questo campo di studi, è utile concepire ogni tipologia di atto come uno strumento a sé stante che può essere utilizzato dalle istituzioni dell'UE a seconda delle esigenze concrete di una determinata politica, ognuno avente le proprie caratteristiche, obiettivi e limiti. La gerarchia tra le norme dell'UE, infatti, non risulta strutturata in funzione della loro tipologia, ma piuttosto in base alla loro posizione all'interno di un determinato regime, come atti principali o, dall'altro lato, atti delegati o di esecuzione.

Dopo l'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, gli atti si distinguono in, da una parte, *atti legislativi*, così definiti perché adottati secondo la c.d. procedura legislativa e, dall'altra, *atti non legislativi*, che hanno portata generale e sono adottati dalla Commissione su delega di un atto legislativo allo scopo di integrare o modificare elementi non essenziali di quest'ultimo. Gli atti legislativi si distinguono a loro volta in regolamenti, direttive e decisioni, che sono inoltre atti vincolanti.

I *regolamenti*, in primo luogo, hanno una portata generale, sono obbligatori in tutti i loro elementi e direttamente applicabili. La portata generale implica che il regolamento presenti il carattere dell'astrattezza, dal momento che non si rivolge a destinatari determinati né identificabili, ma a categorie considerate astrattamente e nel loro insieme. La diretta applicabilità negli Stati membri comporta che il regolamento acquista efficacia negli Stati membri senza che sia necessario un atto di recepimento o di adattamento da parte dei singoli ordinamenti statali. Infine, il regolamento ha validità automatica in tutto il territorio dell'UE: esso conferisce diritti ed impone obblighi agli Stati membri, ai loro organi e ai privati, con ciò attribuendo ai singoli dei diritti che i giudici nazionali sono tenuti a tutelare.

⁹ Causa 6/64 *Costa c ENEL* [1964] ECR 585.