

La stabilità finanziaria quale nuovo obiettivo fondante e sovranazionale del diritto e delle politiche dell'Unione Europea

di Gianni Lo Schiavo

Abstract: Financial stability as a new founding objective of European Union law – The Economic and Monetary Union (EMU) has undergone major reforms and restructuring in the last years as a consequence of the financial crisis in Europe. The article analyses whether financial stability has developed in Europe as a stand-alone objective in EU law and policy. After mapping EU objectives in EU law, this contribution examines the various concepts of stability developed before or during the financial crisis and differentiates financial stability from them. Then, it intends to answer partially to the lack of understanding by tracing the origins of financial stability in EU law and policy and to define financial stability in EU law and policy as a standalone new foundational objective. For this purpose, the article develops the essentially normative components that need to be developed to achieve a financially “stable” Union. In the EMU framework, it is argued that these are supranational regulation, supervision/surveillance as well as burden sharing arrangements and rescue measures.

189

Keywords: EMU, Financial stability, ESM, ECB.

1. Introduzione

Questo articolo analizza il concetto della stabilità finanziaria, e in particolare gli strumenti normativi che si ritengono essenziali per poter raggiungere un determinato livello di stabilità finanziaria nel diritto e nelle politiche dell'Unione europea. In termini generali, la ricerca sul tema della stabilità finanziaria è stata condotta in discipline economiche e di scienze politiche.¹

Tuttavia, limitato scrutinio è stato attribuito al significato e alle implicazioni della stabilità finanziaria nel contesto dello sviluppo dell'integrazione europea negli ultimi due decenni, soprattutto da un punto di vista giuridico. Al contrario, il ruolo e il significato del concetto di stabilità

* Le opinioni espresse sono riferibili esclusivamente all'autore a titolo personale e non riflettono necessariamente la posizione della BCE o del suo Segretariato SSM. Ringrazio in particolare il dr. Andrea Magliari per avermi invitato al Convegno sulle Riforme della governance economica europea svoltosi il 21 giugno 2018 a Trento

1. Tra la ampia produzione scientifica in materia di stabilità finanziaria in discipline economiche o nelle scienze sociali, cfr. almeno Andrew Crockett, *The Theory and Practice of Financial Stability*, 203 *Essays in International Finance* 2 (1997); Garry J. Schinasi, *Defining Financial Stability*, 04/187 IMF Working Paper (2004); Garry J. Schinasi, *Safeguarding Financial Stability Theory and Practice*, 77–134 (IMF 2005).

finanziaria sono stati analizzati in discipline economiche.²

L'Unione Europea non ha ancora direttamente riconosciuto il ruolo della stabilità finanziaria come principio giuridico o come obiettivo dell'Unione Europea, né nel diritto primario né nel diritto secondario. L'unico riferimento alla 'stabilità del sistema finanziario' si trova all'articolo 127(5) Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), il quale indica che la Banca Centrale Europea (BCE) tra i compiti non primari è tenuta a contribuire alla stabilità del sistema finanziario.³ Per quanto sia presente un ruolo limitato alla stabilità finanziaria in tale disposizione, l'importanza di questo concetto ha assunto un ruolo essenziale nel supportare e promuovere le recenti politiche dell'Unione Europea per limitare o frenare l'impatto della crisi finanziaria in Europa. Come sostenuto da Tuori e Tuori 'la crisi ha sostituito la stabilità dei prezzi con la stabilità finanziaria quale obiettivo primario che le politiche economiche europee sono tenute a rispettare'.⁴

Facendo seguito alla crisi finanziaria e alla crisi nella zona euro, i recenti sforzi delle istituzioni europee hanno avuto l'obiettivo di riformare la *governance* economica⁵ e regolamentare le istituzioni finanziarie⁶. La letteratura dominante analizza la crisi economico-finanziaria quale causa principale per le riforme delle regole europee da un punto di vista costituzionale, amministrativo e finanziario, ma ha solo parzialmente analizzato dal punto di vista della critica giuridica la questione dello sviluppo del sistema giuridico-economico europeo sul piano della stabilità finanziaria.⁷

La maggior parte degli autori in materia giuridica tende ad approcciare la stabilità finanziaria come un concetto discusso che, quale obiettivo generale di un sistema, non sembra aggiungere molto alle riflessioni su come promuovere la ripresa e la crescita in Europa. In questo senso, molti autori considerano che la

2. Mads Andenas & Iris Chiu, *The Foundations and Future of Financial Regulation* 27 (Routledge 2014).

3. Sui compiti del SEBC fondamentale è l'art. 127 TFUE. In particolare, l'art 127(5) TFUE prevede che "Il SEBC *contribuisce* ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la *stabilità del sistema finanziario*" (enfasi aggiunta).

4. Kaarlo Tuori & Klaus Tuori, *The Eurozone Crisis. A Constitutional Analysis*, 183 (Cambridge University Press 2014) (traduzione propria).

5. Tra gli altri studi generali sulle recenti riforme dell'UEM, Tuori, Tuori, *supra* n. 4; Alicia Hinarejos, *The Euro Crisis from a Constitutional Perspective* (Oxford University Press 2015); Federico Fabbrini, *Economic Governance: Comparative Paradoxes. Constitutional Challenges* (Oxford University Press 2016); Rosa Lastra, *International Financial and Monetary Law* (Oxford University Press 2015). In Italia, tra gli altri, Roberto Cisotta, 'Disciplina fiscale, stabilità finanziaria e solidarietà nell'Unione europea ai tempi della crisi: alcuni spunti ricostruttivi' *Il diritto dell'Unione Europea*, 57-90 (2015).

6. Sulle recenti riforme del diritto bancario e finanziario dell'UE si vedano: Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation* (Oxford University Press 2014); Danny Busch & Guido Ferrarini (eds), *European Banking Union* (Oxford University Press 2015). In italiano si vedano tra gli altri Mario Chiti & Vincenzo Santoro (eds), *L'Unione Bancaria Europea* (Pacini Editore 2017).

7. Tuori, Tuori, *supra* n. 4, 183; Kern Alexander, 'European Banking Union: A Legal and Institutional Analysis of the Single Supervisory Mechanism and the Single Resolution Mechanism', 40 *European Law Review* 154-187 (2015).

stabilità finanziaria sia un concetto indefinito ed evasivo che non si fonda su implicazioni giuridiche, al di là di un ruolo generale nell'orientamento delle politiche nazionali ed europee.⁸

In questo articolo si intende dunque far luce sulle modalità mediante le quali l'attuale sistema decisionale dell'Unione Europea sta sviluppando un'unione 'di rischi', che tende a raggiungere la stabilità finanziaria quale obiettivo primario del sistema.⁹ Pertanto, le due questioni sostanziali che questo articolo analizza sono le seguenti. In primo luogo, si analizza se ed in quali termini la stabilità finanziaria è un nuovo obiettivo di bene pubblico *fondante e sovranazionale* nel sistema politico-giuridico europeo; in secondo luogo, si evidenziano gli strumenti normativi che strutturano l'ordinamento politico-giuridico europeo nella prospettiva di un raggiungimento della stabilità finanziaria.

L'articolo è strutturato come segue. La prima sezione inquadra la stabilità finanziaria quale obiettivo nel diritto dell'Unione europea. La sezione seguente analizza altri concetti di stabilità sviluppati nel contesto della crisi finanziaria o già esistenti nel diritto e nelle politiche europee. La terza sezione valuta l'obiettivo della stabilità finanziaria quale concetto autonomo, ne analizza le origini e suggerisce una definizione. La quarta sezione stabilisce i concetti normativi per promuovere la stabilità finanziaria nel diritto e nelle politiche dell'Unione Europea.

2. L'inquadramento della stabilità finanziaria quale obiettivo nel diritto e nelle politiche dell'Unione europea

Un approccio critico alla stabilità finanziaria sembra essere necessario, se si prende in considerazione l'impatto pressante della crisi finanziaria e del debito sovrano, così come la progressiva interconnessione e integrazione del mercato interno europeo. Come sostenuto da Moloney, una gran parte delle riforme nell'agenda politica dell'Unione Europea è disegnata con l'esigenza di garantire che gli istituti finanziari internalizzino i rischi e i costi della proprie attività così come per promuovere la stabilità finanziaria.¹⁰

Questa affermazione solleva la questione di capire il ruolo della stabilità finanziaria nelle politiche e nel diritto dell'Unione europea. Una prima lettura di tale concetto rivela che tale concetto è di difficile comprensione giacché non ci sono elementi sostanziali per determinare se esso costituisca un obiettivo, un valore o un principio. L'elemento essenziale per qualificare un concetto come un obiettivo è considerarlo come un fine verso il quale risorse o strumenti disponibili sono a ciò utilizzate. Si sostiene pertanto che la stabilità finanziaria ha ottenuto un ruolo di obiettivo *fondante e sovranazionale* nel diritto e nelle politiche dell'Unione europea. Il termine *fondante* è un'essenziale caratteristica della stabilità finanziaria. Obiettivi nelle politiche e nel diritto dell'Unione

8. Howard Davies & David Green, *Banking on the Future. The Fall and Rise of Central Banking*, 61 (Oxford University Press 2010).

9. Edoardo Chiti & Pedro Gustavo Teixeira, 'The Constitutional Implications of the European Responses to the Financial and Public Debt Crisis', 50 *Common Market Law Review* 685 (2013).

10. Si veda Moloney, *supra* n. 6, 5-6.

europea sono intesi quali fini verso i quali un sistema di regole è predisposto. Si ritiene che in Europa ci siano due tipi di obiettivi: obiettivi *fondanti* e obiettivi relativi a determinate politiche. Mentre i secondi hanno una dimensione normativa limitata a certi settori e politiche (concorrenza, ambiente, libertà di movimento), i primi sono intesi a stabilire la base normativa esistenziale e generale di un sistema di regole.

Nel sistema giuridico europeo obiettivi fondanti sono indicati all'articolo 3 Trattato sull'Unione Europea (TUE). Questi sono la promozione della pace e il bene delle persone; la creazione di un mercato interno senza frontiere attraverso l'integrazione dei mercati, la concorrenza libera e non distorta, lo sviluppo sostenibile, una crescita bilanciata e la stabilità dei prezzi, un struttura economica altamente competitiva che ha l'obiettivo della piena occupazione e de progresso sociale. Sulla base di tale distinzioni, gli obiettivi all'articolo 3 TUE sono riconosciuti come obiettivi *fondanti* del sistema giuridico europeo e pertanto sono obiettivi che 'guidano' il sistema di regole e politiche dell'Unione Europea. Per quanto la stabilità finanziaria non sia stato incluso nella lista di cui all'articolo 3 TUE, giacché tale articolo è stato riformato con il trattato di Lisbona e negoziato prima della crisi economica e finanziaria, si ritiene che la stabilità finanziaria possa essere annoverato tra tali obiettivi *fondanti* dell'Unione europea, dal momento che costituisce oggi un obiettivo che 'guida' il sistema politico-giuridico europeo. A tale proposito è essenziale pertanto determinare quali siano gli ambiti principali in cui la stabilità finanziaria si pone al centro del sistema. Dallo scoppio della crisi economico-finanziaria in Europa le istituzioni europee e gli Stati Membri hanno intrapreso grandi sforzi regolamentari per riparare l'architettura della *governance* economica e monetaria in Europa. I due elementi principali che sono prevalsi in Europa già dal 2009 sono sostanzialmente due. In primo luogo, l'Europa ha subito un deterioramento delle economie degli Stati Membri che è sorto soprattutto dal comportamento negligente in alcuni Stati Membri in materia di sostenibilità fiscale e di controllo dei conti pubblici. In secondo luogo, sia le irresponsabili e rischiose politiche di concessione dei prestiti che gli investimenti delle banche e di altri operatori del settore finanziario hanno causato considerabili problemi alla liquidità e alla solvibilità di molti istituti finanziari in Europa.

Nelle recenti riforme all'architettura costituzionale dell'Unione Economica e Monetaria (UEM) tre nuovi componenti hanno fatto emergere la centralità della stabilità finanziaria. In primo luogo, l'UEM si è sviluppata in una complessa struttura di sorveglianza delle regole riguardanti il bilancio e in un dettagliato sistema di regole di coordinamento delle politiche economiche e budgetarie nazionali.

In secondo luogo, l'UEM si è rinnovata con nuovi strumenti di stabilizzazione finanziaria, che hanno l'obiettivo di garantire l'assistenza finanziaria a Stati Membri in difficoltà economico-finanziaria e che intendono prevenire gli effetti contagiosi di fallimenti di stati sovrani o di istituti finanziari.

In terzo luogo, l'UEM ha conferito un chiaro mandato istituzionale per la creazione dell'Unione Bancaria Europea, che rappresenta una nuova struttura

istituzionale sovranazionale di regolamentazione, supervisione e risoluzione degli istituti di credito in Europa. Tale struttura conferisce compiti e poteri sovranazionali a istituzioni e agenzie europee per esercitare politiche sovranazionali di regolamentazione e vigilanza nel settore bancario.

3. Stabilità finanziaria nel diritto e nelle politiche dell'Unione Europea: in cerca di un ruolo

Prima però di analizzare nel dettaglio il ruolo della stabilità finanziaria, è necessario evidenziare quali concetti di 'stabilità' esistano in Europa. La crisi finanziaria ha avuto un enorme impatto sull'Europa. È stato evidenziato che la crisi finanziaria si è sviluppata come crisi bancarie, finanziarie e fiscali interconnesse aventi la testa di un'Idra.¹¹ Questa considerazione dimostra la pericolosità della crisi finanziaria sull'intero sistema europeo, che ha necessitato la realizzazione di riforme costituzionali ed istituzionali, superando il preesistente modello di costituzione economica europea sviluppato a partire dal trattato di Maastricht. Infatti, secondo la scuola ordoliberal, la costituzione economica europea pre-crisi ha stabilito un tessuto costituzionale basato su politiche di integrazione e di stabilità dei prezzi,¹² senza però garantire che il sistema politico-giuridico europeo fosse sufficientemente solido. Il bisogno di raggiungere *stabilità* ha pertanto assunto carattere primario nel contesto delle riforme per rispondere alla crisi finanziaria in Europa.¹³ Ciò ha portato ad una nuova attenzione a diversi concetti di stabilità quali la stabilità economica, la stabilità monetaria, la stabilità dei prezzi, la stabilità fiscale e la stabilità della intera zona euro.

3.1. Stabilità economica

La stabilità economica può essere considerata un concetto essenziale nell'ambito di discussione del di stabilità in Europa. In termini macro-economici la stabilità economica si riferisce all'assenza di eccessive fluttuazioni macro-economiche.¹⁴

Come indicato dal Fondo Monetario Internazionale (FMI) la promozione della stabilità economica globale è sostanzialmente volta ad evitare crisi economiche e finanziarie, grandi fluttuazioni nell'attività economica, un'alta inflazione e un'eccessiva volatilità dei tassi di cambio e dei mercati finanziari.¹⁵ Ciò significa che la stabilità economica intende evitare primariamente crisi

11. Moloney, *supra* n.9, 30.

12. Per un resoconto completo della modifica della costituzione economica europea durante la crisi finanziaria, cfr. Chiti, Teixeira, *supra* n. 9, 698. Cfr. Annamaria Viterbo & Roberto Cisotta, 'La crisi del debito sovrano e gli interventi dell'UE: dai primi strumenti finanziari al Fiscal Compact', *Il Diritto dell'Unione Europea* 323 (2013) e Gian Luigi Tosato, 'L'integrazione europea ai temi della crisi dell'euro', *Rivista di diritto internazionale*, 681 e seguenti (2012)

13. *Ibid.*

14. Cfr. IMF, *How the IMF Promotes Global Economic Stability* www.imf.org/External/np/exr/facts/globstab.htm (ultimo accesso 31.09.2018).

15. *Ibid.*

finanziarie ed economiche e shock economici che possano porre in una posizione di rischio i mercati finanziari. La letteratura di riferimento ha sostenuto che la stabilità economica è un obiettivo che si raggiunge mediante la combinazione di politiche monetarie, fiscali e finanziaria, che attraverso varie forme intendono garantire il buon funzionamento dell'economia e prevedere il verificarsi di una crisi economica.¹⁶

Tale lettura della stabilità economica può essere trapiantata nella struttura europea. Infatti, nel contesto europeo uno degli obiettivi fondanti contenuto nei Trattati è 'il rafforzamento e la convergenza delle economie [degli Stati Membri]'¹⁷ che deve basarsi su una crescita economica equilibrata.¹⁸ Ciò significa che il raggiungimento della stabilità economica è uno degli obiettivi principali in Europa.

Tuttavia, un'analisi più attenta del concetto di stabilità economica rivela che è semplicemente un concetto economico, che manca di valore giuridico e che non dà indicazioni sugli strumenti normativi per raggiungere tale forma di stabilità. Si ritiene che una dimensione puramente economica della stabilità economica rende difficile trasferire tale concetto in una dimensione più prettamente giuridica. In particolare, la stabilità economica può difficilmente giustificare riforme giuridiche o strumenti normativi che possano orientare i *policy makers* in Europa, dal momento che appare un concetto vago e generale.

3.2. Stabilità monetaria

194

La stabilità monetaria è un concetto che può essere facilmente connesso alla stabilità economica e la stabilità dei prezzi. Il termine 'stabilità monetaria' è ben evidenziato nella letteratura di riferimento ed è generalmente considerato quale fine principale delle politiche monetarie e dei tassi di interesse promossi dalle banche centrali.¹⁹ In particolare, Lastra ritiene che il concetto di stabilità monetaria possa essere definito in termini positive come il mantenimento di un valore interno della moneta così come del valore esterno della valuta.²⁰

Gianviti, tuttavia, ha criticato la duplice natura della stabilità monetaria e ha ritenuto che gli obiettivi di stabilità dei prezzi e di politica di cambio delle valute possano entrare in conflitto nel medio o nel lungo periodo.²¹ Ciò significa che gli obiettivi interni ed esterni di stabilità monetaria potrebbero non essere raggiunti allo stesso tempo e che uno dei due debba essere preferito a scapito dell'altro. In tale contesto, la stabilità monetaria è un obiettivo di *policy* che guida

16. Si veda Federico Lupo Pasini, 'Economic Stability and Economic Governance in the Euro Area: What the European Crisis Can Teach on the Limits of Economic Integration', 16 *Journal of International Economic Law* 235 (2013).

17. TUE, Preambolo.

18. TUE, Art. 3(3).

19. Claus Zimmermann, *The Concept of Monetary Sovereignty Revisited*, 25–26 (Cambridge University Press 2013).

20. Lastra, *supra* n.5, 56.

21. François Gianviti, 'The Objectives of Central Banks' in Mario Giovanoli, Diego Devos (eds), *International Monetary and Financial Law. The Global Crisis*, 473 (Oxford University Press 2010).

le attività delle banche centrali, ma non può essere considerato come un obiettivo *fondante* per promuovere da solo riforme adeguate per rispondere ad una crisi finanziaria. Per quanto tale concetto sia stato abbastanza esaminato in dottrina, la stabilità monetaria ha un ruolo chiaramente limitato alla dimensione monetaria e, differentemente dal concetto di stabilità finanziaria, non può essere trasposto nel contesto di riforme politiche più ampie e rappresentare un obiettivo politico-giuridico che guidi la regolamentazione. Ciò significa che la stabilità monetaria è uno strumento giuridico e politico insufficiente a guidare le riforme in Europa e può essere solo considerato un obiettivo limitato alla disciplina delle politiche monetarie perseguite dalle banche centrali.

3.3. Stabilità dei prezzi

La duplice dimensione della stabilità monetaria sopra esaminata può generare frizioni con il concetto generale di stabilità. Ciò richiede pertanto un'analisi del concetto di stabilità dei prezzi. La stabilità dei prezzi è considerata di primaria importanza nell'attuazione delle politiche monetarie del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC). La stabilità dei prezzi è generalmente definita come la stabilità dei prezzi interni (domestici).²² Ciò significa che la stabilità dei prezzi è un elemento essenziale della stabilità monetaria. Come ricordato da Gianviti, il termine 'prezzi' è inteso come l'indice dei prezzi al consumo (CPI).²³ Pertanto i prezzi dei beni e servizi di consumo sono solitamente presi in considerazione per calcolare gli incrementi dei prezzi.

Il concetto di stabilità dei prezzi è l'unico che ha una specifica considerazione nei Trattati europei. Nel corso dei negoziati per adottare il trattato di Maastricht, il termine 'stabilità dei prezzi' è stato individuato tra gli obiettivi *fondanti* dell'Unione Europea²⁴ e rappresenta l'obiettivo primario della politica monetaria e dei meccanismi di scambio della zona euro nell'UEM.²⁵

In tale contesto, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea (CGUE) nella sentenza *Gauweiler*²⁶ ha stabilito la legittimità delle politiche e degli strumenti per raggiungere la stabilità dei prezzi, e in particolare per valutare la validità giuridica degli Outright Monetary Transactions (OMTs) nel contesto delle regole del trattato che vieta il finanziamento monetario ai sensi dell'Articolo 123 TFUE. La Corte ha supportato l'interpretazione dei programmi OMTs quale strumento legittimo ai sensi della politica sulla stabilità dei prezzi promosso dalla BCE. In particolare, la Corte ha sostenuto che la BCE può adottare misure di politica monetaria non-convenzionali sulla base del principio di stabilità dei prezzi, a condizione che vengano rispettati i principi generali del sistema e la proporzionalità di tale misura.

Peraltro, il rapporto tra la stabilità dei prezzi e la stabilità finanziaria dimostra che sono due obiettivi differenti in natura e ancorati a diverse logiche.

22. *Ibid.*, 449.

23. *Ibid.*, 469.

24. TUE, Art. 3(3).

25. TFUE, Art. 119(1).

26. Causa C-62/14 *Peter Gauweiler e altri* ECLI:EU:C:2015:400.

Mentre la stabilità dei prezzi è chiaramente prevista nelle disposizioni dei Trattati per garantire il corretto funzionamento della politica monetaria della SEBC, la stabilità finanziaria è un concetto ampio, che si applica potenzialmente a tutto il sistema finanziario e non definito nel diritto primario dell'Unione Europea.

Ci sono due argomenti per giustificare la costruzione della stabilità finanziaria quale obiettivo fondante dell'Unione Europea, ma quale obiettivo diverso - e probabilmente di maggiore centralità - rispetto alla stabilità dei prezzi. In primo luogo, la chiara definizione della stabilità dei prezzi quale obiettivo quantificabile limita il suo ambito di applicazione alle politiche monetarie di una banca centrale. L'obiettivo primario nella politica monetaria è il raggiungimento di un tasso di inflazione con termini vicini, ma al di sotto del 2% nel medio periodo. Diversamente dalla stabilità finanziaria, la stabilità dei prezzi è strutturata esclusivamente quale obiettivo della politica monetaria nel SEBC. In secondo luogo, il chiaro e preciso mandato istituzionale per il raggiungimento della stabilità dei prezzi al SEBC rende tale obiettivo meno funzionale rispetto alla stabilità finanziaria per raggiungere una generalizzata stabilità del sistema finanziario. Il ruolo esclusivo della BCE nel perseguire la stabilità dei prezzi ne limita sostanzialmente l'ambito di applicazione.

3.4. *Stabilità fiscale*

La stabilità fiscale è un altro concetto emergente nel contesto della crisi finanziaria degli ultimi anni. La stabilità fiscale presuppone il potere di controllare le scelte economico-finanziarie su politiche fiscali, tasse, welfare, lavoro, finanziamento esterno e altre politiche pubbliche per esercitare pubbliche funzioni e rispettare la disciplina fiscale di uno stato sovrano.²⁷ I più importanti strumenti per garantire la stabilità fiscale sono la preparazione e l'amministrazione del bilancio e la formulazione e imposizione di tributi, politiche sociali e altre politiche pubbliche. Ciò significa che la stabilità fiscale dipende sostanzialmente dalla presenza di strumenti che siano capaci di mantenere una certa disciplina fiscale, attuare politiche pubbliche ed evitare il fallimento di uno stato sovrano.

Ad oggi l'Unione Europea non ha un potere sovranazionale autonomo di collezionare tasse di un certo rilievo e decidere autonomamente sulle politiche di spesa e finanziarie negli Stati Membri. Ciò è evidenziato da due esempi. In primo luogo, nei Trattati europei sono presenti poche regole sulla formazione delle decisioni in materia di politica economica degli Stati Membri nel Titolo VIII del TFUE. Si prevede infatti l'applicazione di un sistema di sorveglianza fiscale sugli Stati Membri con l'obiettivo di garantire solide finanze ed evitare un eccessivo deficit strutturale. Tuttavia, il Trattato non prevede un sistema fiscale di controllo sovranazionale sulle finanze o sulla tassazione nazionali e non stabilisce la stabilità fiscale tra gli obiettivi principali del diritto e delle politiche dell'Unione Europea. Il fatto che la politica economica è considerata un'area dove

27. Cfr., analogamente, Lupo Pasini *supra* n. 16, 235.

gli Stati Membri sono tenuti a ‘coordinare’ le proprie politiche (Articolo 5(1) TFUE) esclude dunque che l’Unione Europea possa esercitare compiti e poteri fiscali di natura sovranazionale sugli Stati Membri. Allo stesso modo, il TFUE prevede esplicitamente dei limiti per evitare il sostegno fiscale tra gli Stati Membri e l’UE e tra gli Stati Membri. L’Articolo 125 TFUE prevede infatti il divieto di salvataggio che proibisce agli Stati Membri o all’Unione Europea di assumere responsabilità o impegni finanziari a nome e per conto degli Stati Membri. Similmente, l’Articolo 123 TFUE proibisce ‘a concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri (...), a istituzioni, organi od organismi dell’Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l’acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali’. Il contenuto dell’articolo 123 TFUE è stato peraltro specificato in un regolamento del Consiglio che stabilisce che il divieto di cui a tale articolo non può essere circumvenuto da attività ed operazioni sul mercato secondario.²⁸ Per quanto si è sostenuto che acquisti sui mercati secondari siano una forma indiretta di supporto fiscale agli Stati Membri,²⁹ l’interpretazione dell’Articolo 123 TFUE indica solamente che il divieto di finanziamento monetario si applica al mercato primario per garantire la disciplina fiscale degli Stati Membri.

Sia il divieto di salvataggio che il divieto di finanziamento monetario sono stati inseriti per garantire la disciplina fiscale degli Stati Membri. Sia l’Articolo 123 che l’Articolo 125 TFUE hanno l’obiettivo di mantenere la disciplina fiscale degli Stati Membri a livello individuale, ma non hanno stabilito l’obiettivo della stabilità fiscale a livello sovranazionale europeo. In altre parole, queste due disposizioni sono state inserite per mantenere la disciplina di rigore fiscale a livello di politiche nazionali e per evitare il supporto finanziario o una responsabilità tra gli Stati Membri o dell’Unione Europea nei confronti di uno Stato Membro.

Peraltro, la crisi finanziaria ha sostanzialmente rafforzato la disciplina fiscale a livello nazionale e tra Stati Membri. Per evitare un eccesso indebitamento degli Stati Membri e per garantire la sostenibilità dei conti pubblici, la disciplina fiscale è stata rafforzata con l’adozione del Trattato sulla Stabilità, Coordinamento e Governance (TSCG), l’adozione di norme di diritto secondario per garantire certi livelli di sorveglianza fiscale, e la creazione di un meccanismo di sostegno finanziario a livello intergovernativo, il Meccanismo di Stabilità Europeo.

Per quanto si possa ritenere che la stabilità fiscale è sostanzialmente connessa alla stabilità finanziaria, ciò non significa che la prima vada a beneficio

28. Regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio, del 13 dicembre 1993, che precisa le definizioni necessarie all’applicazione dei divieti enunciati all’articolo 104 e all’articolo 104 B(1) del Trattato, G.U. L 332 [1993], considerando n. 7.

29. Thomas Beukers, ‘The New ECB and Its Relationship with the Member States of the Euro Area: Between Central Bank Independence and Central Bank Intervention’, 50 *Common Market Law Review* 1605–1606 (2013).

della seconda dal momento che politiche fiscali scorrette potrebbero mettere in pericolo la stabilità finanziaria. Inoltre, non si può sostenere che vi sia un obiettivo *fondante e sovranazionale* nell'Unione Europea di stabilità fiscale poiché non esiste al momento un sistema di politiche fiscali sovranazionali che consente alle istituzioni europee di imporre tributi diretti a livello europeo, amministrare le finanze pubbliche degli Stati Membri e adottare politiche fiscali nazionali. Per quanto siano state suggerite riforme per creare un sistema fiscale sovranazionale, non esiste al momento tale sistema in Europa. Certamente finanze pubbliche corrette sono strumentali per avere un sistema di stabilità fiscale in Europa. Tuttavia, le istituzioni europee oggi non hanno ampi compiti e poteri normativi per esercitare una funzione fiscale pan-europea e per considerare la stabilità fiscale obiettivo fondante e sovranazionale nell'Unione Europea.

3.5. Stabilità dell'intera zona euro

La stabilità generale dell'intera zona euro è un concetto di stabilità emerso nel corso della crisi del debito sovrano di alcuni Stati Membri della zona euro. Questa espressione è ora utilizzata nel TFUE all'Articolo 136(3) TFUE in seguito all'entrata in vigore della decisione del Consiglio 199/2011.³⁰

Ai sensi di questo nuovo comma dell'articolo gli Stati Membri della zona euro possono 'istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità.'

Una simile espressione sulla stabilità è anche utilizzata nel preambolo del TSCG dove è indicato che il 'la necessità di mantenere finanze pubbliche sane e sostenibili e di evitare disavanzi pubblici eccessivi è per i governi di fondamentale importanza al fine di salvaguardare la stabilità di tutta la zona euro.'³¹ Inoltre, il Meccanismo di Stabilità Europeo (MSE) dispone che l'assistenza finanziaria agli Stati sovrani è funzionale a garantire la stabilità della zona euro in generale.

Anche la giurisprudenza della CJUE ha riconosciuto l'importanza di tale concetto. Nella sentenza *Pringle* la CGUE ha sottolineato l'importanza della stabilità della zona euro in generale e quella degli Stati Membri come indicata nel Trattato MES e ciò è sostenuto facendo riferimento all'obiettivo principale dell'ESM che è proprio quello di 'supportare la stabilità dell'euro'.³² La stabilità della zona euro è anche menzionata nel caso *Gauweiler* dove la CGUE dispone che l'intervento dell'MSE è funzionale a garantire 'la salvaguardia dell'intera zona euro'.³³

Questi riferimenti giurisprudenziali evidenziano che il concetto di stabilità dell'intera zona euro è di importanza cruciale. Si può ritenere che, come obiettivo,

30. Decisione del Consiglio europeo 2011/199/UE, G.U. L91.

31. Trattato sulla Stabilità, Coordinamento e Governance nell'Unione Economica e Monetaria, Preambolo.

32. Causa C-370/12, *Thomas Pringle c. Gouvernement of Ireland, Ireland and The Attorney General* ECLI:EU:C:2012:756, par. 93.

33. Causa C-62/14, *Peter Gauweiler*, par. 64.

tale concetto fa in modo che la zona euro esista e non possa disintegrarsi. La stabilità della zona euro richiede indirettamente che le condizioni per la trasmissione degli stimoli monetari, la credibilità della moneta unica e la sostenibilità strutturale delle finanze siano garantiti.

Per quanto questo concetto è un'interessante novità nella nuova dimensione normativa post-crisi finanziaria, tale obiettivo non sembra però avere le stesse caratteristiche della stabilità finanziaria. Ciò è per due motivi principali. In primo luogo la stabilità dell'intera zona euro non sembra avere significato autonomo giacché non indica *cosa* sia necessario per raggiungere tale stabilità e quale sia il suo perimetro di azione. In altre parole, non ci sono riferimenti diretti o indiretti che chiariscano su quali strumenti l'ordinamento si debba basare per garantire la stabilità dell'intera zona euro, ma sembra piuttosto un concetto abbastanza vago. In secondo luogo, la natura di tale concetto è limitata alla zona euro, non rientrando al suo interno anche una dimensione più generale che tenga conto anche degli Stati membri che non hanno adottato la moneta unica. Ciò suggerisce che la stabilità della zona euro in generale non possa avere le stesse implicazioni della stabilità finanziaria poiché il primo concetto rimane vago e di portata limitata. Questa analisi suggerisce dunque di affrontare il concetto centrale di questo articolo, ovvero la stabilità finanziaria.

4. Le origini della stabilità finanziaria nel diritto e nelle politiche dell'Unione Europea

Nonostante la centralità che si ritiene abbia la stabilità finanziaria, tale concetto soffre di un certo grado di indeterminazione come linea guida per i *policy-makers* e non ha un chiaro grado di certezza giuridica. La domanda principale è pertanto stabilire cosa guida la stabilità finanziaria e come essa possa essere raggiunta. Visto il suo carattere indeterminato, non vi sono dubbi sul fatto che il concetto di stabilità finanziaria ha avuto un'attenzione limitata prima della crisi finanziaria. Per assumere il carattere di obiettivo fondante di un sistema,³⁴ un concetto deve essere centrale (deve cioè formare la base di un determinato sistema a prescindere da altri obiettivi) e deve avere una funzione essenziale in tale sistema (e cioè deve guidare i *policy-maker* per raggiungere un determinato scopo). Pertanto, è necessario valutare la stabilità finanziaria, analizzandone la portata nel diritto primario dell'Unione Europea, ma evidenziando poi in che termini si sia sviluppata al di là del diritto primario dell'Unione Europea.

4.1. Stabilità finanziaria nel diritto primario dell'Unione Europea

Nel diritto primario dell'Unione Europea e come sottolineato *supra*, l'unico riferimento esplicito alla stabilità finanziaria si riscontra all'articolo 127(5) TFUE. Tra gli altri compiti della BCE riconosciuti nel Trattato, l'articolo 127(5) TFUE contiene un riferimento testuale al contributo della BCE alla stabilità dei mercati finanziari, che è individuato come un compito non-primario del SEBC. La

34. V. *supra*.

disposizione del Trattato stabilisce che il 'SEBC contribuisce ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario'.³⁵

Tale disposizione necessita un chiarimento sui compiti del SEBC. Il SEBC è fondato su compiti primari e non-primari. I compiti non-primari del SEBC sono contenuti in più disposizioni del Trattato e consistono in funzioni secondarie che sono svolte dal SEBC.³⁶

I compiti della BCE di cui all'articolo 127(5) TFUE sono considerati pertanto non-primari e cioè non sono considerati di primaria importanza per lo svolgimento delle funzioni della BCE, ma tuttavia devono essere svolti congiuntamente agli altri compiti primari.³⁷ Peraltro, non c'è una chiara indicazione di quali siano gli strumenti della BCE nel SEBC per contribuire alla stabilità del sistema finanziario.

Per chiarire il ruolo dell'Articolo 127(5) TFUE è necessario fare una breve analisi dei negoziati che hanno portato all'adozione di tale disposizione nel Trattato. Nel corso dei negoziati per l'adozione del Trattato di Maastricht nel 1992 ci furono forti opposizioni da parte di alcuni Stati Membri per attribuire al SEBC compiti di diretta vigilanza prudenziale e di stabilità del sistema finanziario.³⁸ Una versione precedente a quella finale dello statuto del SEBC, come preparata dal Comitato dei Governatori delle Banche Centrali, aveva conferito inizialmente maggiori poteri e responsabilità al SEBC in materia di stabilità finanziaria e aveva indicato tra i compiti 'primari' anche quest'ultimo, indicandolo in un comma apposito. Allo stesso modo, questa versione dello Statuto della SEBC stabiliva che la vigilanza prudenziale e la stabilità del sistema finanziario fossero considerati compiti primari del SEBC. Tuttavia, molti Stati Membri si opposero a questa proposta e la versione finale del Trattato non ha più incluso la stabilità del sistema finanziario tra i compiti primari del SEBC.³⁹ Al contrario, i risultati di questi negoziati giunsero a definire la vigilanza prudenziale e la stabilità del sistema finanziario quali compiti non-primari del SEBC. Rimase dunque aperta la questione di determinare quali poteri in concreto la BCE possa esercitare per 'contribuire' alla stabilità del sistema finanziario.⁴⁰ Sembra pertanto che i compiti della BCE in questo contesto si sostanziano nella preparazione di rapporti, studi e opinioni non vincolanti che contribuiscano a

35. Art. 127(5) TFUE.

36. Rosa Lastra & Jean-Victor Louis, 'European Economic and Monetary Union: History, Trends and Prospects', 32 *Yearbook of European Law*, 137–139 (2013).

37. *Ibid.*

38. Lastra, *supra* n. 5, 221–222.

39. Art. 3, the Draft Statute of the ESCB and ECB (Europe Documents, No 1669/1670, 8 December 1990). Per un'ulteriore analisi, v. René Smits, *The European Central Bank. Institutional Aspects* (Kluwer International 1997), 336–338. Cfr. altresì Rosa Lastra, *The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe*, 10 *Columbia Journal of European Law* 56 (2003).

40. Dirk Schoenmaker, 'Central Banks Role in Financial Stability', in Gerard Caprio (ed.), *Safeguarding Global Financial Stability: Political, Social, Cultural and Economic Theories and Models*, 272 (Elsevier 2013).

garantire la stabilità finanziaria in Europa.

L'articolo 127(5) TFUE non è l'unica disposizione dei Trattati che fa riferimento ad un concetto di stabilità. Come indicato supra, le modifiche all'Articolo 136 TFUE hanno introdotto un nuovo paragrafo che conferisce agli Stati Membri il potere di stabilire meccanismi di stabilità per la zona euro.⁴¹ Tale disposizione è entrata in vigore il 1 gennaio 2013. Per quanto tale disposizione menziona espressamente il concetto 'stabilità' si ritiene che tale disposizione abbia carattere meramente declaratorio, così come è stato anche indicato nel caso *Pringle*.⁴² Ciò significa che l'Articolo 136(3) TFUE non aggiunge molto al dibattito sulla natura del concetto di stabilità finanziaria nel diritto primario dell'Unione Europea.

Fatte tali considerazioni sulle disposizioni del diritto primario dell'Unione Europea, si ritiene che la stabilità finanziaria è un obiettivo autonomo in rapporto con gli altri obiettivi stabiliti nel diritto e nelle politiche dell'Unione Europea.⁴³ Il concetto di stabilità finanziaria ha una natura più ampia rispetto alla stabilità del sistema finanziario come prevista all'Articolo 127(5) TFUE o al comma declaratorio dell'Articolo 136(3) TFUE. In particolare, come anche indicato da Gianviti, le banche centrali hanno compiti importanti, ma non esclusivi in materia di stabilità finanziaria.⁴⁴ In Europa ciò significa che la BCE non è la sola istituzione che ha l'intera responsabilità in materia di stabilità finanziaria in Europa, ma l'intero complesso istituzionale del sistema politico-giuridico dell'Unione Europea. Ciò richiede pertanto un'analisi sistematica della stabilità finanziaria nel diritto dell'Unione Europea.

4.2. La stabilità finanziaria al di là del diritto primario dell'Unione Europea: un'analisi sistematica

Appare dunque essenziale analizzare in che termini la stabilità finanziaria possa essere esaminata nel sistema normativo dell'Unione Europea. Come sostenuto in questo contributo, la crisi finanziaria ha dimostrato che la stabilità finanziaria ha un ruolo *fondante e sovranazionale* nel diritto e nelle politiche dell'Unione Europea al di là delle disposizioni previste nei Trattati europei. E' chiaro che in molti atti e documenti adottati da istituzioni e agenzie e gruppi di lavoro europei, la stabilità finanziaria ha assunto un ruolo primario. Il rapporto de Larosière del 2009 ha indicato che la crisi finanziaria ha creato le condizioni per ristabilire la stabilità finanziaria.⁴⁵ Recenti regolamenti e direttive che rafforzano l'UEM e che hanno stabilito l'Unione Bancaria Europea (UBE) pongono in forte rilievo la stabilità finanziaria quale linea guida per le riforme dell'Unione Europea. Tuttavia, nessuno di questi documenti definisce chiaramente la stabilità

41. Decisione del Consiglio Europeo, del 25 marzo 2011, che modifica l'articolo 136 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea relativamente a un meccanismo di stabilità per gli Stati membri la cui moneta è l'euro 2011/199/UE [2011] G.U. L91.

42. Cfr. C-370/12, *Pringle*, parr. 184–185.

43. Per gli ulteriori obiettivi di stabilità, v. *supra* 3.

44. Cfr. Gianviti, *supra* n. 21, 475.

45. Jacques de Larosière, *The High Level Group on Financial Supervision in the EU* (2009), 13, 33, 38.

finanziaria, specialmente in termini giuridici.

Quattro esempi si possono indicare in tale senso. In primo luogo, il Two Pack è composto dal regolamento UE 472/2013 che regola la sorveglianza economica e fiscale degli Stati Membri della zona euro in condizioni di crisi in rapporto alla *stabilità finanziaria*.⁴⁶ Il concetto giuridico l'adozione di questo atto, ma non è presente una sua definizione. In secondo luogo, il Regolamento sui Requisiti di Capitale (CRR) stabilisce al Considerando 7 che esso specifica i requisiti prudenziali per gli enti strettamente correlati al funzionamento dei mercati dei servizi bancari e finanziari e che mirano a garantire la *stabilità finanziaria* degli operatori su tali mercati (...).⁴⁷

In terzo luogo, il Regolamento SSM chiarisce al Considerando 5 che uno degli obiettivi principali della vigilanza unica europea è la stabilità finanziaria. Infatti, tale considerando predispone che '(...) Per preservare la *stabilità finanziaria* nell'Unione e aumentare gli effetti positivi sulla crescita e il benessere dell'integrazione dei mercati, è opportuno aumentare l'integrazione delle competenze di vigilanza. (...)'.⁴⁸ Infine, la Direttiva sul Risanamento e la Risoluzione fa riferimento all'obiettivo della stabilità finanziaria quale obiettivo primario nell'esercizio di compiti e poteri di risoluzione.⁴⁹

Questa breve panoramica dimostra che la stabilità finanziaria sta alla base della dimensione istituzionale europea e delle istituzioni e agenzie europee per promuovere riforme nel contesto delle recenti iniziative europee. Allo stesso modo, una definizione o il contenuto della stabilità finanziaria rimane incerto.

Peraltro, a livello istituzionale, sembra delinearsi una recente prassi intesa a definire la stabilità finanziaria come un obiettivo europeo. La BCE utilizza una definizione istituzionale di stabilità finanziaria sul proprio sito web stabilendo che: '[f]inancial stability is a state whereby the build-up of systemic risk is prevented. Systemic risk can best be described as the risk that the provision of necessary financial products and services by the financial system will be impaired to a point where economic growth and welfare may be materially affected.'⁵⁰ Questa definizione ha un'ampia portata. Tuttavia, si aggancia come punto di

46. Regolamento (UE) n. 472/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio degli Stati membri nella zona euro che si trovano o rischiano di trovarsi in gravi difficoltà per quanto riguarda la loro stabilità finanziaria, G.U. L 140, 27.5.2013, pp. 1–10 (enfasi aggiunta).

47. Regolamento (UE) N. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, G.U. L 176, 27.6.2013, considerando 7 (enfasi aggiunta).

48. Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio del 15 ottobre 2013 che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi [2013] G.U. L 287, considerando 5 (enfasi aggiunta).

49. Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio Testo, GU L 173 [2014], Articolo 31(2).

50. BCE, *What is financial stability?*, www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html.

riferimento alla stabilità finanziaria quale origine di un rischio particolare, il rischio sistemico, definito come il rischio di danneggiare i prodotti e servizi finanziari necessari nel sistema finanziario. Inoltre, la BCE stabilisce che ci sono tre fonti principali che possono generare un rischio sistemico: ‘an endogenous build-up of financial imbalances, possibly associated with a booming financial cycle; large aggregate shocks hitting the economy or the financial system; contagion effects across markets, intermediaries or infrastructures.’⁵¹

Anche la Commissione UE ha posto attenzione alla stabilità finanziaria in Europa nelle proprie recenti iniziative politiche. Al di là dei numerosi riferimenti alla stabilità finanziaria nelle proposte di regolamenti e direttive nel settore finanziario richiamate anche *supra*, la Commissione europea ha considerato la stabilità finanziaria quale obiettivo principale nelle proprie politiche anti-crisi finanziaria. Una serie di fattori dimostra questo interesse. In primo luogo, la Commissione Juncker ha posto in grande risalto la stabilità finanziaria, come dimostrato dall’istituzione di un commissario con relativa struttura amministrativa che si occupa della stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell’Unione dei mercati di capitali (DG FISMA). In secondo luogo, dal 2009 la Commissione ha pubblicato una serie di rapporti sulla stabilità finanziaria e sull’integrazione. Per esempio nel rapporto del 2014 la Commissione ha posto grande rilievo alla stabilità finanziaria quale obiettivo che può essere raggiunto attraverso ‘misure aggregate di stress finanziario e di indicatori che puntano verso la normalizzazione dei mercati in termini di liquidità, avversione del rischio, volatilità o percezione della forza dello stato sovrano’.⁵² Insieme all’integrazione dei mercati, la Commissione pone la stabilità finanziaria al centro delle proprie politiche per ripristinare crescita e fiducia in Europa. Ciò è anche confermato dalle recenti iniziative in materia di Garanzia Unica dei Depositi Bancari e di Unione dei Mercati di Capitali dove si ricorda che l’obiettivo principale della stabilità finanziaria sta alla base dell’Unione Economica e Monetaria.⁵³

Anche la CGUE ha esaminato il concetto di stabilità finanziaria nella sua recente giurisprudenza correlata alla crisi finanziaria. Nel caso *Pringle*, ed in particolare nella valutazione della clausola di non-salvataggio di cui all’Articolo 125 TFUE, la Corte ha affermato che tale disposizione del trattato ‘contribuisce a livello dell’Unione alla realizzazione di un obiettivo superiore, vale a dire il mantenimento della *stabilità finanziaria* dell’Unione monetaria’.⁵⁴ Ciò suggerisce che la clausola di non-salvataggio è essenziale per garantire il buon funzionamento dell’UEM. Anche nel caso *Regno Unito v Parlamento Europeo e Consiglio* (caso ESMA) la Corte ha osservato che il potere attribuito all’agenzia ESMA di proibire o porre condizioni all’utilizzo di servizi di *short selling* finanziario è guidato dal ‘perseguimento dell’obiettivo di *stabilità finanziaria*

51. *Ibid.*

52. Commissione europea, *European Financial Stability and Integration Report*, 12 (2014) (traduzione propria).

53. Si veda ad esempio: Commissione, Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 806/2014 al fine di istituire un sistema europeo di assicurazione dei depositi COM/2015/0586 final – 2015/0270, sezione 1.3.

54. *Pringle*, par. 135 (enfasi aggiunta).

all'interno dell'Unione'.⁵⁵ In modo ancor più interessate l'opinione dell'Avvocato Generale in *Gauweiler* fa riferimento al mandato dell'Unione Europea volto a raggiungere la stabilità finanziaria quale obiettivo essenziale dell'UEM, addirittura equiparando la stabilità finanziaria alla stabilità dei prezzi.⁵⁶ L'opinione dell'Avvocato Generale indica che la stabilità finanziaria ha un ruolo primario tra gli obiettivi dell'Unione europea e che deve essere considerato un obiettivo inviolabile e di primaria importanza nel sistema istituzionale europeo.⁵⁷ Anche nel caso *Ledra Advertising* la Corte ha riconosciuto il ruolo essenziale di garantire la stabilità del sistema bancario e dunque del sistema finanziario in generale quale un obiettivo generale nell'Unione Europea.⁵⁸ Tuttavia, in questa giurisprudenza, sempre più attenta alla stabilità finanziaria, la CGUE non ha ancora chiarito l'ambito di applicazione né ha inquadrato chiaramente la stabilità finanziaria nel contesto dei principi *fondanti e sovranzionali* nel diritto e nelle politiche dell'Unione Europea. Questi riferimenti espliciti alla stabilità finanziaria previsti nelle sentenze della CGUE tuttavia dimostrano che la stabilità finanziaria ha un ruolo di obiettivo nel sistema europeo inteso a guidare il legislatore e le regole del sistema giuridico-normativo europeo,⁵⁹ per quanto ne sfuggano ancora precisazioni in merito al suo significato.

Per quanto il diritto primario dell'Unione Europea non faccia esplicito riferimento al ruolo della stabilità finanziaria quale obiettivo primario dell'Unione Europea, si è dimostrato che le istituzioni e agenzie europee hanno riconosciuto la stabilità finanziaria quale obiettivo in Europa. Tuttavia, manca dal punto di vista istituzionale un'analisi giuridica della portata di tale obiettivo. Allo stesso modo, il rischio è l'adozione di letture o approcci o letture tra istituzioni e un ruolo di tale concetto diverso a seconda della prospettiva adottata. Inoltre, i recenti riferimenti alla stabilità finanziaria sono appena sufficienti a garantire un ruolo indipendente alla stabilità finanziaria, senza però prevedere specifici strumenti normativi o attributi tecnici per chiarirne la portata. Ne deriva pertanto la necessità di definire, da un punto di vista giuridico, la stabilità finanziaria nel diritto e nelle politiche dell'Unione Europea.

5. La stabilità finanziaria quale obiettivo fondante nel diritto e nelle politiche dell'Unione Europea: definizione ed elementi essenziali

5.1. Definire la stabilità finanziaria

Ad oggi la letteratura giuridica ha sostenuto che, quale punto di riferimento per i *policy-makers*, la stabilità finanziaria è stata solo parzialmente raggiunta a livello

55. Causa C-270/12 *United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland c. European Parliament and Council of the European Union* (caso ESMA) ECLI:EU:C:2014:18, par. 85 (enfasi aggiunta).

56. A.G. opinione, in causa C-62/14 *Gauweiler* ECLI:EU:C:2015:7, parr. 215 e 219.

57. *Ibid.*

58. Causa C-8/15 P *Ledra Advertising v. Commission and ECB* ECLI:EU:C:2016:701, par. 74.

59. Si vedano anche Causa C-526/14 *Kotnik* ECLI:EU:C:2016:570, par. 91; Causa T-680/13 *Chrysostomides & Co. LLC* ECLI:EU:T:2018:486, par. 282.

europeo.⁶⁰ Molte definizioni sono state proposte nella letteratura economica sulla stabilità finanziaria.⁶¹ Nell'ambito della letteratura giuridica Lastra and Louis sostengono che la stabilità finanziaria è un compito suddiviso tra una dimensione europea e una nazionale, condiviso tra molte istituzioni, autorità e organi sia a livello nazionale che europeo.⁶² Anche Borger in una discussione sulla solidarietà in Europa, evidenzia che la struttura economica europea, che è in maniera predominante basata sulle regole di finanza pubblica e di stabilità dei prezzi, prende recentemente anche una dimensione di stabilità finanziaria in considerazione.⁶³ Tuttavia, Andenas e Chiu sottolineano che comprendere la stabilità/instabilità finanziaria è reso difficile dal fatto che varie valutazioni devono essere fatte per determinare quali sono i livelli di tolleranza della stabilità e dell'instabilità finanziaria.⁶⁴ Per quanto si riconoscano le difficoltà nell'adozione di una definizione unitaria, Lastra evidenzia che tale concetto ha acquistato una certa importanza nei dibattiti di riforma a livello globale ed europeo.⁶⁵ Tuttavia, non esiste ancora una chiara definizione di questa espressione in termini giuridici. La letteratura giuridica è ancora poco sviluppata sul punto. Al di là di queste difficoltà concettuali Tuori and Tuori hanno provato a definire la stabilità finanziaria sottolineando che essa si riferisce ad una 'situazione in cui parti distinte del sistema finanziario sono capaci di svolgere le proprie funzioni senza deterioramenti maggiori al sistema finanziario o all'intera economia.'⁶⁶ Tali autori sottolineano inoltre in maniera convincente che la stabilità finanziaria è un obiettivo economico primario che sta al centro dei mutamenti costituzionali della costituzione economica europea in seguito alla crisi finanziaria.⁶⁷ Tuttavia, questa chiave di lettura non analizza più nel dettaglio che cosa sia necessario per evitare deterioramenti alla stabilità finanziaria e non elabora in maniera più esaustiva sugli strumenti normativi per raggiungere tale obiettivo.

Peraltro, questi riferimenti alla dottrina suggeriscono che si può ricostruire la stabilità finanziaria in termini giuridici. Ai fini di questo articolo si può ritenere che la stabilità finanziaria nelle politiche e nel diritto dell'Unione Europea è un obiettivo *sovranaZIONALE* e *fondante*, che ha la natura di bene pubblico, in conseguenza del quale l'Europa è in uno stato di generale e duratura crescita economica e welfare, giacché gli strumenti normativi del sistema finanziario – regolamentazione sovranaZIONALE, vigilanza/sorveglianza, meccanismi di ripartizione degli oneri (*burden sharing*) e misure di ultima istanza o di salvataggio – sono capaci di prevenire e gestire rischi o shock. Questa definizione racchiude come elementi essenziali i rischi e shock, il sistema finanziario europeo e strumenti normativi. Questi verranno analizzati nelle seguenti sottosezioni.

60. Mads Andenas & Iris Chiu, *The Foundations and Future of Financial Regulation*, 53–54 (Routledge 2014).

61. de Grauwe, *Economics of the Monetary Union* (Oxford University Press 2018), 166–169.

62. Lastra, Louis *supra* n. 36, 139.

63. Vestert Borger, 'How the Debt Crisis Exposes the Development of Solidarity in the Euro Area', 9 *European Constitutional Law Review* 16 (2013).

64. Andenas, Chiu, *supra* n. 60, 28.

65. Lastra, *supra* n. 5, 128–129. V. anche Cisotta, *supra* n.5, 57.

66. Tuori, Tuori, *supra* n. 4, 58 (traduzione propria).

67. *Ibid.*, 183–184.

5.2. Risks and Shocks

Gli shock e i rischi sono elementi essenziali per definire la stabilità finanziaria giacché costituiscono parametri di riferimento per raggiungere un certo livello di stabilità finanziaria.⁶⁸

Il rischio sistemico ha acquisito un ruolo particolare nel contesto della crisi ed è stato anche oggetto di definizione da parte del legislatore europeo. Il Regolamento istitutivo del Comitato Europeo dei Rischi Sistemici prevede, infatti, che il rischio sistemico è il ‘rischio di perturbazione del sistema

finanziario che può avere gravi conseguenze negative per il mercato interno e l’economia reale.’⁶⁹ Questa definizione individua il contesto di tale rischio nel sistema finanziario, ma appare anche limitato quanto alla propria dimensione dal momento che si limita a individuare solo una dimensione macro-prudenziale di prevenzione e gestione dei rischi senza considerare anche la dimensione micro-prudenziale e le conseguenze che tale dimensione possa avere per la stabilità finanziaria.

Inoltre, altre forme di rischio, che contribuiscono a mettere in pericolo la stabilità finanziaria, sono direttamente menzionate in atti giuridici adottati dalle istituzioni europee, come rischi di credito, giuridici, operativi e mercato. L’esistenza di varie forme di rischio suggerisce che ci sono varie forme di rischi e shock finanziari, che sono primariamente associati ad un peggioramento delle condizioni (ad esempio un deterioramento della situazione in merito a capitale, liquidità o crediti di un ente) e comunque aventi una diversa natura a seconda della propria provenienza (esogeno, endogeno, sistemico). Le politiche e il diritto dell’Unione Europea hanno riconosciuto in vari strumenti giuridici un certo ruolo in merito ai rischi e agli shock. Ad esempio, la normativa europea del Two Pack, già richiamata *supra*, sui programmi di aggiustamento macro-prudenziale per gli Stati Membri dell’euro zona ha l’obiettivo di limitare rischi di contagio nella zona euro. Inoltre, le misure di riduzione dei rischi sono un parametro essenziale per valutare lo stato di salute degli istituti finanziari. Ad esempio, i requisiti di capitale per le banche sono basati su una valutazione dei profili di rischio, che determinano la resistenza di un istituto ad una situazione di shock. Il Comitato di Basilea, i cui standard sono stati sostanzialmente attuati nel diritto dell’Unione, ha sviluppato una lista non esaustiva di rischi.⁷⁰ I rischi sono anche considerati un elemento essenziale nella Direttiva sui Requisiti di Capitale (CRD) nel contesto della *governance*, ad esempio per quanto riguarda la valutazione dei membri degli organi delle banche o la costituzioni di comitati di rischio o di valutazione del rischio.⁷¹

68. Andenas, Chiu, *supra* n. 60, 30.

69. Regolamento (UE) N. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell’Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico [2010] G.U. L331/1, Art. 2.

70. Basel Committee on Banking Supervision, *Core Principles for Effective Banking Supervision* (2012), Principles 17–25. Cfr. Peter Mühlbert, *Managing Risk in the Financial System*, in Niamh Moloney, Eilís Ferran, Jennifer Payne (eds), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, 369–370 (Oxford University Press 2015).

71. *Ibid.*, 372.

L'ambito di applicazione dei rischi e shock può essere riferito sia alle istituzioni finanziarie che agli enti sovrani in Europa. Per quanto riguarda gli enti sovrani, e quindi gli Stati Membri dell'Unione Europea, una situazione di instabilità fiscale o politica può porre rischi (sistemici), soprattutto nel caso di un sovra indebitamento o della mancanza di garanzie per ripagare debiti a soggetti terzi. Questa situazione può derivare da una situazione di sostenibilità fiscale non adeguata o da rischi derivanti dal mancato pagamento di debiti, come pure da un eccessivo indebitamento nel mercato dei titoli primari.⁷²

Quanto agli istituti finanziari, e in particolare le banche, la regolamentazione finanziaria e la presenza di requisiti minimi e il rispetto di certe percentuali di rischio hanno un ruolo primario per evitare o eliminare i rischi. Alcuni indicatori catturano i rischi delle banche a livello individuale o di gruppo.⁷³ Tali indicatori includono la dimensione del bilancio di un istituto, la complessità dell'istituto e la sua interconnessione con altri istituti finanziari e i mercati.⁷⁴ Questi tre elementi suggeriscono pertanto quanto segue: la dimensione di una banca è un elemento generale che può catturare forme di rischio, incluso quello sistemico; la complessità di una struttura bancaria può determinare una mancanza di trasparenza e generare situazioni di instabilità; l'interconnessione di un istituto può generare effetti *spill-over* su altri istituti finanziari o sull'economia reale. Pertanto, diverse forme di rischio così come la dimensione, complessità e interconnessione di certi operatori di mercato hanno un ruolo importante nel contribuire alla dimensione dei rischi del sistema finanziario.

Insieme ai rischi, anche gli shock sono elementi essenziali nella proposta definizione di stabilità finanziaria. Shock sono definiti in termini economici quali 'eventi inaspettati e imprevisi che hanno un effetto negativo o positivo sull'economia'.⁷⁵ Non tutti gli shock hanno effetti sulla stabilità finanziaria, ma solo quelli che hanno ripercussioni a livello generale sul sistema finanziario europeo. Ciò suggerisce che un sistema giuridico dove sono presenti meccanismi per prevenire o gestire shock di una certa importanza è un sistema che protende verso la stabilità finanziaria.

In conclusione, rischi e shock sono termini generali per definire la stabilità finanziaria. Essi sono intesi a determinare i parametri di riferimento per avere elementi normativi che abbiano la funzione di prevenire e gestire l'impatto sulla stabilità finanziaria.

5.3. Sistema finanziario europeo

L'espressione 'sistema finanziario europeo' delinea il perimetro materiale, territoriale e soggettivo della stabilità finanziaria. Questo termine è ampio in natura giacché si può riferire a istituzioni finanziarie come banche, fondi di

72. IMF, *Sovereign Debt Restructuring – Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework*, 9–10 (2013).

73. Cfr. Basel Committee on Banking Supervision, *Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and the Additional Loss Absorbency Requirement*, parr. 15–25 (2011).

74. *Ibid.*

75. *Oxford Dictionary of Economics* (Oxford University Press 2009) (traduzione propria).

investimento aventi importanza sistemica e agli stati sovrani. Il termine ‘sistema’ si riferisce a un quadro di riferimento composto da elementi interconnessi che hanno una funzione distinta da quella degli elementi individuali.⁷⁶ In altre parole, un sistema è un quadro di riferimento generale che è costituito da elementi essenziali per il raggiungimento di un determinato obiettivo. Mentre il termine ‘sistema’ è vago, ‘finanziario’ specifica il perimetro di riferimento di tale sistema. Come indicato da Allen e Wood la stabilità finanziaria si applica alle istituzioni finanziarie, alle imprese non finanziarie e agli stati sovrani.⁷⁷

Perciò, si ritiene che la stabilità finanziaria è un obiettivo *fondante* che deve essere applicato all’intero sistema finanziario europeo composto sia da operatori di mercato (istituzioni finanziarie e non) sia dagli stati sovrani (gli Stati Membri). Questo perché sia gli operatori di mercato che gli stati sovrani possono generare rischi e shock che possono danneggiare la stabilità finanziaria. Allo stesso tempo, mentre alcuni operatori di mercato possono avere una funzione essenziale nel sistema finanziario, come ad esempio i sistemi di pagamento e le controparti centrali, questi non hanno un ruolo essenziale nel contesto del termine ‘sistema finanziario europeo’. Questo perché non hanno un ruolo necessario di intermediazione tra il sistema finanziario e l’economia reale. Piuttosto, si ritiene ai fini di questa analisi che gli operatori di mercato che possono avere effetti maggiori sul raggiungimento della stabilità finanziaria quale obiettivo fondante in Europa sono gli istituti di credito e gli stati sovrani. Ciò è dimostrato come segue.

208

Le banche sono essenziali nel sistema finanziario europeo. Come riconosciuto dalla CGUE il ruolo delle banche è centrale nell’economia. Nel caso *Ledra Advertising* la Corte ha infatti riconosciuto che ‘[l]e banche e gli istituti di credito sono una fonte essenziale di finanziamento per le imprese attive nei diversi mercati. Inoltre, le banche sono spesso interconnesse e molte di loro esercitano le loro attività a livello internazionale’.⁷⁸

Gli istituti di credito sono infatti entità dotate di una natura speciale in quanto svolgono funzioni speciali nell’economia per una serie di motivi. In primo luogo, sono i più importanti soggetti di intermediazione nell’economia. Gli istituti di credito riallocano le risorse da altri soggetti con l’obiettivo di aumentare i fondi e garantire finanziamenti.⁷⁹ Ciò in quanto gli istituti di credito attuano una funzione di canale di trasmissione di fondi e hanno un ruolo nell’economia di intermediazione finanziaria mediante la trasformazione di offerta di breve termine quali depositi in prestiti di lungo termine a chi riceve un

76. Iman Anabtawi & Steven Schwarcz, ‘Regulating Ex Post: How Law Can Address the Inevitability of Financial Failure’, 92 *Texas Law Review* 75, 78 (2013).

77. William Allen & Geoffrey Wood, ‘Defining and Achieving Financial Stability’, 2 *Journal of Financial Stability* 154 (2006).

78. Causa C-8/15P *Ledra Advertising c. Commissione e BCE*, par. 72.

79. Sulla teoria dell’intermediazione finanziaria cfr. Jordi Canals, *Universal Banking. International Comparisons and Theoretical Perspectives*, 28 (Clarendon Press 1997); Tommaso Padoa-Schioppa, *Regulating Finance: Balancing Freedom and Risk*, 13 (Oxford University Press 2004).

prestito bancario.⁸⁰ In secondo luogo, le banche mobilitano capitali con i pagamenti e le funzioni compensazione creditoria. Inoltre, le banche rappresentano il collegamento tra gli stimoli monetari e l'economia reale.⁸¹ Le banche sono, infatti, controparti negli strumenti di rifinanziamento e hanno accesso a forme di liquidità predisposte dalle banche centrali. Inoltre, le banche sono esposte ad alte forme di vulnerabilità giacché sono i principali intermediari finanziari sia all'interno del sistema finanziario che dal sistema finanziario all'economia reale. In particolare, le vulnerabilità possono materializzarsi da una crisi di fiducia nel sistema finanziario e possono generare corse agli sportelli da parte dei depositanti e dei creditori. In generale, si può ritenere che le autorità di regolazione e i *policy-makers* sono tenuti a considerare le banche in maniera speciale soprattutto perché esse svolgono funzioni speciali nell'economia e sono soggette a vulnerabilità che possono mettere in pericolo il sistema finanziario, e anche l'economia reale.

Gli stati sovrani sono il secondo soggetto che svolge funzioni essenziali nel sistema finanziario europeo. Essi sono, in termini generali, enti pubblici centrali che svolgono funzioni pubbliche o amministrative. Gli enti sovrani svolgono funzioni che richiedono finanziamenti e impegnano capitoli di spesa. Ci sono pertanto due modi per compensare le spese pubbliche. In primo luogo, gli enti sovrani hanno il potere di diritto pubblico di stabilire e raccogliere tributi. In secondo luogo, essi finanziano il proprio budget con indebitamenti mediante strumenti finanziari e indebitandosi per svolgere funzioni pubbliche per la collettività. Gli enti sovrani devono rispettare certi parametri di disciplina fiscale per non aumentare oltremodo il proprio indebitamento e per mettere in pericolo la sostenibilità delle finanze. Nel caso in cui uno stato sovrano non sia più capace di finanziarsi nei mercati finanziari, ciò genera un fallimento dell'ente sovrano che chiaramente influisce sulla stabilità finanziaria, soprattutto in un sistema integrato e con una serie di politiche comuni come l'Unione Europea.

In sintesi, la definizione di 'sistema finanziario europeo' comprende principalmente shock e rischi che possono essere generati dalle banche quali entità soggette a speciale regolamentazione e dallo stato sovrano per ripagare i propri debiti e garantire un certo livello di sostenibilità fiscale. Fatta l'analisi sul sistema finanziario europeo, è pertanto necessario analizzare gli elementi normativi essenziali per garantire la stabilità finanziaria.

6. Gli elementi normativi essenziali per garantire la stabilità finanziaria sovranazionale nel diritto e politiche dell'Unione Europea

Questa sezione intende analizzare gli elementi normativi essenziali, intesi quali strumenti per assicurare la stabilità finanziaria in Europa. L'obiettivo di questa sezione non è di elencare un sistema statico di strumenti normativi, ma di delineare strumenti normativi di natura dinamica per costruire un sistema

80. Mathias Dewatripont & Jean Tirole, *The Prudential Regulation of Banks*, 104 (MIT Press 1994).

81. Padoa-Schioppa *supra* n. 79, 46.

normativo capace di garantire stabilità finanziaria nel diritto e nelle politiche dell'Unione Europea, così come per legittimare la definizione di stabilità finanziaria. Da un punto di vista concettuale, questi strumenti normativi sono elementi costitutivi della definizione di stabilità finanziaria. Allo stesso modo, mentre questi strumenti sono normativamente strutturati per prevenire e gestire rischi o shock, alcuni tra essi sono concetti autonomi ben delineati nel diritto e nelle politiche dell'Unione Europea.

I *policy-makers* europei, quali le istituzioni, agenzie e organi europei, devono prendere in considerazione tali strumenti normative per legittimare le proprie politiche ai fini di raggiungere una dimensione *fondante* e *sovrnazionale* di stabilità finanziaria. Gli strumenti normativi per la stabilità finanziaria in Europa sono diversi in natura ed è difficile giungere ad una lista esaustiva di norme e regole per garantire una dimensione sovranazionale alla stabilità finanziaria in Europa. Ciò, come detto *supra*, giacché il concetto di stabilità finanziaria in Europa è difficile da definire in termini giuridici e deve confrontarsi anche con le dimensioni internazionale e nazionale di stabilità finanziaria.⁸² A prescindere da questi limiti, questa sezione evidenzia che alcuni strumenti normativi possono essere individuati sulla base dei componenti costitutivi della stabilità finanziaria quale obiettivo per prevenire e gestire rischi e shock.

Si ritiene che vi siano due pilastri essenziali in merito agli strumenti normativi per garantire una dimensione sovranazionale alla stabilità finanziaria: a) strumenti preventivi; b) strumenti di gestione. Questa distinzione riflette il momento in cui lo strumento interviene per garantire la stabilità finanziaria. Tali strumenti sono suddivisi in strumenti *ex ante* ed *ex post* per prevenire (regolamentazione e vigilanza/sorveglianza sovranazionale) e per gestire (*burden-sharing* e misure di salvataggio e di ultima istanza).

6.1. Gli strumenti di prevenzione *ex ante* della stabilità finanziaria

Questa prima sottosezione analizza gli strumenti di prevenzione *ex ante* per garantire stabilità finanziaria. Questi strumenti sono orientati al principio di prevenzione secondo cui è meglio prevenire e anticipare rischi e shock che potrebbero sorgere.⁸³ Ciò include un'analisi di costi e benefici per prevenire rischi e shock. Questa sezione esamina dunque la regolamentazione e la vigilanza/sorveglianza, entrambi a livello sovranazionale, quali strumenti primari per raggiungere la stabilità finanziaria a livello sovranazionale.

6.1.1. Regolamentazione sovranazionale

La regolamentazione costituisce il primo strumento normativo per assicurare stabilità finanziaria nel diritto e nelle politiche dell'Unione Europea. Black definisce la regolamentazione come un Sistema per orientare e cambiare il comportamento di determinati soggetti per risolvere un problema collettivo o per

82. Lastra, Louis *supra* n. 36, 139.

83. Sul principio di precauzione nel diritto dell'UE, cfr. Paul Craig, *European Administrative Law* (Oxford University Press 2012) 642.

raggiungere uno scopo determinato.⁸⁴

Una dimensione teorica in tema di regolamentazione europea sovranazionale comprende tre aspetti principali. In primo luogo, è necessario identificare i soggetti che adottano norme giuridiche in Europa, e dunque i regolatori europei. Questi sono sostanzialmente le istituzioni, agenzie e organi europei che producono norme in un determinato sistema. Nel diritto e nelle politiche in Europa i regolatori sono previsti sia a livello di diritto primario che di diritto secondario. Nel diritto primario l'Unione Europea è identificata come un sistema giuridico-normativo-politico basato su una ripartizione di poteri suddivisi tra istituzioni che esercitano tali poteri in virtù dei principi di attribuzione e competenza.⁸⁵ In tale contesto, la regolamentazione europea può essere adottata fintantoché all'Unione Europea è conferito un certo potere stabilito nei Trattati e l'Unione Europea possiede competenze almeno concorrenti. Inoltre, il principio di equilibrio istituzionale richiede che i poteri di creare norme conferiti alle istituzioni, agenzie ed organi europei rispettino il principio di suddivisione di poteri tra tali soggetti.⁸⁶ Fintantoché certi poteri non sono attribuiti all'Unione Europea, gli Stati Membri restano liberi di adottare norme nell'ambito dei propri ambiti di competenza.⁸⁷

In secondo luogo, è importante determinare in che termini la regolamentazione sovranazionale europea può essere adottata. L'Unione Europea può adottare atti di natura sovranazionale a condizione che possieda poteri in tale materia e utilizzi una base giuridica appropriata. In questo senso la regolamentazione europea deve rispettare i principi di sussidiarietà (nel caso di competenze non esclusive dell'Unione Europea) e il principio di proporzionalità.⁸⁸

In terzo luogo, i destinatari della regolamentazione giuridica devono essere individuati. Ciò significa che si devono individuare i soggetti nei confronti dei quali una certa regolamentazione si applica. La regolamentazione può essere di applicazione generale o destinata a determinati soggetti che possono essere gli Stati Membri o persone naturali o giuridiche. In questo senso due tipi di regolamentazione si possono individuare: la distinzione in quanto al tipo di regolamentazione (*hard law* o *soft law*) e il livello di armonizzazione della regolamentazione a livello europeo.

A) *Hard Law vs Soft Law*

La regolamentazione europea sovranazionale può essere sia di natura *hard* che *soft law*.⁸⁹ *Hard law* significa che la norma giuridica è vincolante sui destinatari o

84. Si veda Julia Black, 'Constructing and Contesting Legitimacy and Accountability in Polycentric Regulatory Regimes' 2 *Regulation & Governance* 139 (2008).

85. Art. 5(1) TUE e il sistema delle competenze dell'Unione di cui agli artt. 2-6 TFUE.

86. Art. 13(2) TUE.

87. Art. 4(1) TUE.

88. Protocollo (n. 2) sull'applicazione dei principi di sussidiarietà e di proporzionalità, G.U. C310/207.

89. Altre forme di regolamentazione, come l'autoregolamentazione, non rientrano nell'ambito dell'analisi in quanto non sono considerate strumenti normativi essenziali per la stabilità finanziaria sovranazionale.

ha un valore vincolante ed esecutivo a livello generale.

I tipi di atti normativi vincolanti sono indicati nel diritto primario e secondario dell'Unione Europea. I Trattati europei contengono le disposizioni essenziali per prevedere l'adozione di norme di natura vincolante. In particolare, tali atti servono per giustificare tali norme da un punto di vista sistematico. Nell'ambito di riferimento della stabilità finanziaria i regolamenti sono composti sia da atti europei legislativi che non legislativi, quali regolamenti, direttive e decisioni adottati dal legislatore europeo e cioè Parlamento e Consiglio o da istituzioni, agenzie o organi che posseggono poteri di adozione di atti vincolanti a carattere delegato o di implementazione. Tali atti hanno lo scopo di regolamentare il sistema finanziario europeo.

Diversamente da *hard law*, gli atti di *soft law* adottati dalle istituzioni, agenzie ed organi europei sono opinioni, raccomandazioni, linee guida, rapporti o comunicazioni per supportare o completare misure di *hard law* a livello europeo. Anche le norme di *soft law* hanno avuto un carattere importante per garantire la stabilità finanziaria. Tali norme rappresentano una misura importante alternativa alle misure di *hard law* e possono avere una certa efficacia giuridica indiretta che può produrre effetti pratici rilevanti.⁹⁰

La crisi finanziaria ha evidenziato due esempi di tale approccio. Ad esempio il sistema europeo di autorità di vigilanza finanziaria (ESFS) adotta numerosi atti di natura *soft law* che possono regolamentare alcuni aspetti importanti dei mercati finanziari.⁹¹ In secondo luogo il ruolo della *soft law* ha un'importanza rilevante anche nel sistema dell'UEM nel quale le istituzioni europee adottano atti normativi di natura *soft law* come raccomandazioni o opinioni per suggerire in via non giuridicamente vincolante alcune misure che gli Stati Membri devono adottare nel contesto delle politiche di economia pubblica nazionale.

B) Armonizzazione

L'armonizzazione è uno strumento essenziale nel diritto e nelle politiche dell'Unione Europea che dimostra in che termini una dimensione sovranazionale per la stabilità finanziaria è promossa in Europa. L'armonizzazione è un concetto tipico del processo di integrazione europeo e consiste essenzialmente nella sostituzione di norme direttamente applicabili a livello sovranazionale a scapito delle norme divergenti nazionali.⁹² Il processo di armonizzazione risponde in particolare a fallimenti di mercati connessi con la presenza di confini nazionali e di approcci al welfare diversi tra Stato e Stato.⁹³ Un livello predefinito di armonizzazione nel diritto e delle politiche dell'Unione Europea è stato oggetto di dottrina.⁹⁴ La dimensione di armonizzazione può avere sia una natura positiva

90. Linda Senden, *Soft Law in European Community Law*, 112 (Hart Publishing 2004).

91. Eilis Ferran & Kern Alexander, 'Can Soft Law Bodies Be Effective? The Special Case of the European Systemic Risk Board', *35 European Law Review* 751 (2010).

92. Catherine Barnard, *The Substantive Law of the EU*, 558 (Oxford University Press 2016).

93. Moloney *supra* n. 6, 19.

94. Cfr., *ex multis*, Piet Slot, 'Harmonisation', *21 European Law Review* 378 (1996); Stephen Weatherill, 'The Limits of Legislative Harmonisation Ten Years After Tobacco Advertising: How the Court's Case Law Has Become a 'Drafting Guide'', *12 German Law Journal* 827

che negativa.⁹⁵ I diversi livelli di armonizzazione nei mercati finanziari europei dimostrano che tale processo ha un'influenza considerevole per la centralizzazione delle regole in Europa. In particolare, la distinzione tra armonizzazione minima e massima ha un certo rilievo, come evidenziato in particolare nel diverso ambito di applicazione delle regole dell'UEM e dell'UBE. L'armonizzazione massima si considera come una tecnica di armonizzazione volta a sostituire la normativa nazionale con una normativa europea direttamente applicabile, senza idealmente alcun tipo di potere regolamentare concesso agli Stati Membri. Diversamente l'armonizzazione minima prevede solo alcune regole minime di armonizzazione che lasciano un certo ambito di applicazione della normativa nazionale, purché orientata a rispettare le norme minime sovranazionali.

L'armonizzazione ha un ruolo principale nel sistema finanziario europeo con l'obiettivo di uniformare le regole e limitare i rischi finanziari in maniera integrata, in ultimo luogo per garantire la stabilità finanziaria. Con la crisi finanziaria gli sforzi regolamentari sono andati nella direzione di rafforzare la dimensione di armonizzazione (massima). Si ritiene che solo un livello di armonizzazione massima può 'massimizzare' la dimensione sovranazionale della stabilità finanziaria. Una dimensione di armonizzazione minima sembra al contrario non garantire una forte dimensione sovranazionale del processo di armonizzazione.⁹⁶

La diversità nei livelli di armonizzazione è evidente nel settore della regolamentazione bancaria, dove sussistono diversi approcci di armonizzazione sia massima che minima in atti direttamente applicabili come la CRR o atti che necessitano di un'attuazione a livello nazionale (CRD).

In sostanza, il processo di armonizzazione è un paradigma importante della stabilità finanziaria per regolare il mercato interno e l'UEM in modo sovranazionale. L'armonizzazione sovranazionale ha quattro vantaggi principali: crea certezza giuridica adottando un unico approccio per la regolamentazione di una situazione in diversi Stati Membri; genera integrazione in quanto crea i presupposti per regole armonizzate nel mercato interno, diversamente da approcci che tendono alla concorrenza regolamentare o norme puramente nazionali; orienta il comportamento dei soggetti regolamentati, stabilendo regole comuni da seguire; crea condizioni essenziali per il rispetto e il rispetto delle regole a livello sovranazionale. L'attuale panorama normativo mostra ancora come certi settori normativi ancora non sono soggetti a massima armonizzazione e discrezionalità nazionali e flessibilità a livello di Stati Membri. Ciò tende a porre minimizzare la stabilità finanziaria quale obiettivo sovranazionale in Europa.

(2011); Jukka Snell, 'The Internal Market and the Philosophies of Market Integration' in Catherine Barnard, Steve Peers (eds), *European Union Law*, 315 (Oxford University Press 2014).

95. Isidora Maletic, *The Law and Policy of Harmonisation in Europe's Internal Market*, 7 (Edward Elgar 2013).

96. Michael Dougan, 'Minimum Harmonisation and the Internal Market', 37 *Common Market Law Review* 860 (2000).

6.1.2. *Vigilanza/Sorveglianza*

Vigilanza/sorveglianza costituisce il secondo strumento normativo di natura preventiva per la stabilità finanziaria sovranazionale. Il termine si riferisce all'esercizio di monitoraggio e controllo dei destinatari delle regole adottate mediante regolamentazione. In Europa la letteratura dominante sostiene che vigilanza/sorveglianza rimangono concetti complessi e di difficile inquadramento in relazione alla regolamentazione.⁹⁷ Alcuni sostengono che regolamentazione e vigilanza/sorveglianza siano in sostanza lo stesso.⁹⁸ Altri ritengono che regolamentazione e vigilanza/sorveglianza sono interrelate l'un l'altro ma sono differenti in natura.⁹⁹

Ai fini di questo contributo si ritiene che vigilanza/sorveglianza hanno un diverso connotato rispetto alla regolamentazione. I termini vigilanza e sorveglianza sono differenti a loro volta: il primo termine si riferisce al monitoraggio costante e controllo, mentre il secondo ha una connotazione più leggera e si riferisce ad un'attenta osservazione. Ciò è chiaro quando si analizza il ruolo della BCE quale autorità prudenziale di vigilanza sovranazionale e il ruolo della Commissione nella sorveglianza delle politiche economiche degli Stati Membri nella *governance* economica.

Quattro elementi caratterizzano la vigilanza/sorveglianza: chi, come e da chi la vigilanza/sorveglianza è attuata. La prima questione si riferisce al soggetto che esercita la vigilanza/sorveglianza. L'autorità deve possedere certi poteri per esercitare tale controllo o avere poteri di osservazione su soggetti regolamentati. In Europa il potere di vigilare/sorvegliare differisce rispetto al tipo di attività. In certi settori il potere di vigilanza/sorveglianza è stato conferito ad istituzioni, agenzie o organi europei. In altri la vigilanza/sorveglianza viene condotta ancora dalle autorità nazionali oppure non prevede poteri di controllo forti.

In secondo luogo, i mezzi con i quali la vigilanza/sorveglianza è esercitata rappresenta un elemento importante. Tali mezzi sono individuati negli atti che esprimono i poteri e possono avere una diversa natura: vigilanza generale senza poteri specifici, poteri di semplice istruzione o raccomandazione ad autorità nazionali o soggetti vigilati oppure vigilanza continua con poteri di controllo e sanzione. I destinatari della vigilanza/sorveglianza possono potenzialmente essere su ogni soggetto che opera nel mercato interno. Peraltro, i soggetti vigilati sono solitamente persone giuridiche che svolgono attività di prestazione di beni o servizi aventi una dimensione collettiva, includendo anche soggetti di natura pubblica.

Si ritiene che la creazione di una dimensione di vigilanza/sorveglianza è essenziale per la stabilità finanziaria sovranazionale. Tale strumento normativo genera certezza giuridica e trasparenza sull'attività ed i rischi di una determinata

97. Eddy Wymeersch, 'The Future of Financial Regulation and Supervision in Europe', 42 *Common Market Law Review* 987–988 (2005).

98. Eilis Ferran, 'Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision' in Eddy Wymeersch, Klaus Hopt, Guido Ferrarini (eds), *Financial Regulation and Supervision. A Post-Crisis Analysis*, 140 (Oxford University Press 2012).

99. Si veda Lastra *supra* n. 65, 112, 117.

attività posta in essere da operatori di mercato o da soggetti pubblici. Inoltre, tale strumento, se esercitato in maniera forte, può portare ad un'applicazione della regolamentazione uniforme e appropriata in uno sistema giuridico. Infine, un approccio meramente sovranazionale può superare le divergenze di approccio di una dimensione politica nazionale.

6.2. Gli strumenti di gestione ex post di stabilità finanziaria

L'assenza di stabilità finanziaria genera problemi. Questo perché ci può essere una situazione in cui crisi finanziarie possono generare shock o rischi che possono danneggiare il sistema finanziario. Pertanto, gli strumenti normativi per gestire una crisi del sistema finanziario devono essere adeguati a tale obiettivo. In tal senso, un secondo gruppo di strumenti normativi per la stabilità finanziaria sovranazionale serve a risolvere una situazione di shock o rischi che può mettere in pericolo la stabilità finanziaria.

6.2.1. Burden-sharing

Burden-sharing o condivisione degli oneri è un componente essenziale per la gestione dei rischi e shock per controllare e realizzare la stabilità finanziaria in Europa. I meccanismi di *burden-sharing* sono intesi a imporre costi sopportati da diversi soggetti interessati per provvedere a raggiungere un determinato bene pubblico, facendo anche attenzione al comportamento che tali soggetti hanno tenuto in passato.¹⁰⁰ *Burden-sharing* è quindi uno strumento essenziale per far sì che i soggetti che hanno contribuito ad aumentare costi o rischi 'paghino il prezzo' del loro comportamento che ha generato instabilità finanziaria.

Ad oggi non sussiste un'univoca definizione giuridica di *burden-sharing*. Tuttavia, recenti iniziative giuridiche e sentenze della CGUE hanno analizzato alcune misure di *burden-sharing*. La Comunicazione della Commissione sugli aiuti di stato alle banche del 2013 evidenzia, ad esempio, che la concessione di aiuti di stato richiede certe misure di contribuzione da parte di chi ha investito in un'entità che richiede aiuti di stato.¹⁰¹ Nella recente sentenza *Kotnik*,¹⁰² la Corte ha avuto modo di affrontare l'obiettivo e le implicazioni del *burden-sharing*. La Corte ha sottolineato che le misure di *burden-sharing* 'mirano a risanare la posizione patrimoniale degli istituti di credito e a superare la carenza di capitale degli stessi, [e] dette misure hanno lo scopo di salvaguardare o risanare la situazione finanziaria di un ente creditizio'.¹⁰³ Pertanto tali misure hanno l'obiettivo di far pagare il costo di misure adottate da determinati soggetti per le perdite che la società soffre.¹⁰⁴

100. Seraina Grünwald, *The Resolution of Cross-Border Banking Crises in the European Union*, 52 (Kluwer Law International 2014).

101. Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, dal 1 agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria («La comunicazione sul settore bancario») 2013/C 216/01, par. 15 e 16.

102. Causa C-526/14 *Kotnik e altri* ECLI:EU:C:2016:570.

103. Causa C-526/14 *Kotnik*, par. 108.

104. Grünwald, *supra* n. 100, 52.

In questo contesto tre elementi devono essere analizzati: il tipo di misure di *burden-sharing*; chi può contribuire a tali misure di *burden-sharing*; e se esistono forme specifiche di *burden-sharing* per raggiungere la stabilità finanziaria. Per quanto riguarda la natura delle misure di *burden-sharing*, vi possono essere meccanismi di natura privata o pubblica. Le soluzioni pubbliche prevedono l'uso di misure regolamentari o di fondi pubblici per attuare *burden-sharing*. L'allocazione del *burden-sharing* e cioè l'impatto di tali misure può aver luogo a livello privato in via esclusiva o anche con soluzioni di natura pubblica. Il sistema di aiuti di stato alle banche in difficoltà, il meccanismo di risanamento e risoluzione previsto nella BRRD e il Sistema di Risoluzione Unico (SRM) stabiliscono regole in materia di *burden-sharing*. Tali misure hanno lo scopo di salvaguardare un soggetto dalla crisi e per allocare e assorbire le perdite o i fallimenti di mercato, ad esempio mediante misure di ristrutturazione o applicando strumenti di risoluzione o misure di finanziamento.

La seconda questione riguarda l'identificazione di chi possa contribuire alle misure di *burden-sharing*. Sulla base del tipo di intervento vi possono essere tre situazioni. In primo luogo il *burden-sharing* può essere interamente internalizzato e tali costi sono sopportati internamente solo dall'entità coinvolta. Ciò è quanto dovrebbe idealmente succedere per evitare costi esogeni, che possano includere anche i contribuenti. In secondo luogo, ci può essere una situazione in cui altri soggetti o entità contribuiscono alle misure di *burden-sharing* per limitare l'impatto alla stabilità finanziaria. Questo è il caso in cui una misura di *burden-sharing* internalizzata è accompagnata da strumenti di risoluzione o l'uso di fondi di natura pubblica. Questi interventi esterni sono sostanzialmente accompagnati dalla condizionalità dell'intervento come misura di ristrutturazione imposta sull'entità che ha causato rischi e/o shock che possano danneggiare la stabilità finanziaria. In terzo luogo, ci può essere una situazione in cui solo altri soggetti contribuiscono ai rischi e shock che sono stati causati da certi soggetti. Questi interventi prendono forma di prestiti, linee di credito o ricapitalizzazioni fatte direttamente da altri soggetti pubblici o privati. In questa situazione si deve prevedere una forte misura di condizionalità dell'intervento, per neutralizzare i costi che i contribuenti o altri soggetti terzi devono sostenere.

In termini generali, lo sviluppo di meccanismi di *burden-sharing* è un meccanismo *ex post* di gestione dei rischi e shock per raggiungere la stabilità finanziaria. I meccanismi di *burden-sharing* richiedono che un determinato soggetto paghi il costo di aver contribuito a generare rischi e shock. La possibilità di coinvolgere anche soggetti terzi dovrebbe essere limitata, soprattutto se si tratta di fondi di natura pubblica. In futuro un forte utilizzo degli strumenti di prevenzione *ex ante* dei rischi e shock dovrebbe evitare il ricorso a misure di *burden-sharing*.

6.2.2. Misure di ultima istanza o di salvataggio

L'uso di misure di ultima istanza o di salvataggio verso soggetti privati o anche verso stati sovrani costituisce l'ultima ratio degli strumenti normativi per la stabilità finanziaria sovranazionale. Tali misure possono essere individuate nei

meccanismi di salvataggio di soggetti privati o pubblici. Esse possono essere anche combinate con altre misure di *burden-sharing*, specialmente se si devono utilizzare vari strumenti per gestire *ex post* shock o rischi alla stabilità finanziaria.

Il potere di salvataggio è esercitato tradizionalmente da autorità pubbliche. In particolare, ci possono essere due soggetti che possono esercitare tali poteri. Gli Stati Membri possono decidere di concedere misure di aiuto di stato a determinati soggetti. Inoltre, istituzioni internazionali, quali l'FMI o il MSE, o europee possono concedere prestiti a Stati o anche soggetti privati per salvaguardare la responsabilità creditizia di tali soggetti. La natura del potere di salvataggio può concretizzarsi con prestiti o l'uso di fondi specifici per i soggetti in difficoltà. Misure di salvataggio consistono in prestiti o linee di credito o garanzie concessi a soggetti privati o pubblici. Un tipo particolare di misura di salvataggio è la funzione di prestatore di ultima istanza (*lender of last resort*) che può essere utilizzato in particolar circostanze a vantaggio di un ente creditizio, quando non è possibile usare altre misure e tale soggetto non è ancora insolvente.

Prima della crisi finanziaria, l'esistenza di strumenti di salvataggio non è stata analizzata in maniera esaustiva dalla dottrina giuridica. Tuttavia, la crisi finanziaria ha dimostrato che i meccanismi di salvataggio hanno tre importanti funzioni. La prima è che essi rappresentano una sostanziale rete di protezione per continuare a svolgere una certa attività. La seconda è che ad essi è connesso l'effetto fiducia che determinate misure generano nei mercati, anche a livello individuale e ai pubblici poteri, nel rispetto della stabilità finanziaria. La terza è che tali strumenti danno modo ad alcuni operatori di mercato di essere salvati senza generale panico eccessivo, una corsa agli sportelli o altre forme di rischio sistemico.

Per quanto i Trattati europei limitino i poteri di salvataggio dei soggetti pubblici agli Articoli 123 e 125 TFUE, la crisi finanziaria ha fatto riflettere sulla necessità di avere ulteriori meccanismi di salvataggio o di sostegno. Ad oggi a livello sovranazionale non sussiste una chiara funzione di prestatore di ultima istanza nei confronti degli enti creditizi e ne esiste una solamente parziale nei confronti dei stati sovrani.¹⁰⁵ Tuttavia, facendo seguito alla crisi del debito sovrano alcune forme di salvataggio o prestito di ultima istanza sono state create.¹⁰⁶ Questo è il caso ad esempio di meccanismi di supporto per sostenere banche illiquide ma ancora solventi¹⁰⁷ o meccanismi di sostegno sul mercato primario o secondario a Stati Membri mediante il MES.¹⁰⁸

Meccanismi di sostegno o salvataggio sono una misura importante per garantire la stabilità finanziaria del sistema finanziario europeo. Tuttavia, la funzione di prestatore di ultima istanza non ha ancora una dimensione

105. Sul dibattito circa il LOLR, cfr. Lastra *supra* n. 65, 113–124 e la dottrina ivi riportata.

106. V. anche Mads Andenas, 'Harmonising and Regulating Financial Markets', in Mads Andenas, Camilla Andersens (eds), *Theory and Practice of Harmonisation*, 22 (Edward Elgar 2011).

107. Armin Steinbach, 'The Lender of Last Resort in the Eurozone', 53 *Common Market Law Review* 361 (2016).

108. Trattato sul MES, Artt. 17 e 18.

sovranaZIONALE ed, in tale contesto, il difficile rapporto tra le misure di ultima istanza o di salvataggio e i meccanismi di *burden-sharing* genera non poche difficoltà per garantire un equilibrato ruolo alla stabilità finanziaria in Europa.

7. Conclusione

Questo articolo ha discusso la questione del ruolo della stabilità finanziaria quale obiettivo *sovranaZIONALE* e *fondante* nel diritto e nelle politiche dell'Unione Europea. In seguito alla crisi finanziaria, il diritto e le politiche dell'Unione Europea hanno promosso riforme essenziali che sono sostanzialmente guidate dall'intenzione di rafforzare l'obiettivo della stabilità finanziaria.

In questo articolo, il concetto, la natura, l'impatto e gli strumenti normativi della stabilità finanziaria sono stati analizzati, dando una chiave di lettura essenziale al concetto ed al ruolo della stabilità finanziaria. La crisi finanziaria ha esaltato la natura di 'bene pubblico' di tale concetto e le riforme in Europa hanno dimostrato che la stabilità finanziaria può essere considerato un obiettivo *fondante* e *sovranaZIONALE* dell'Unione Europea.

Prima della crisi finanziaria, la stabilità finanziaria è rimasta un concetto non affrontato esaustivamente dalla dottrina giuridica. Questo si giustifica in particolare con l'idea, diffusa prima della crisi finanziaria, che l'Unione Europea fosse un'unione di meriti e non di rischi.¹⁰⁹ A seguito della crisi finanziaria, la presenza di rischi e shock di varia natura ha posto un'attenzione particolare alla stabilità finanziaria. Questo articolo ha pertanto dimostrato che il raggiungimento della stabilità finanziaria quale bene pubblico *fondante* e *sovranaZIONALE* ha acquisito un'attenzione centrale in Europa con lo scopo di prevenire e gestire shock e rischi mediante determinati strumenti normativi.

109. Chiti, Teixeira *supra* n. 9, 687.