

La detection dei fenomeni di market abuse

di Emilio Barucci, Giulia Simonetti

16/06/2014 10:05

Dal 2003 ad oggi, a livello comunitario, è stata sviluppata una ampia normativa in materia di identificazione e contrasto dei fenomeni di *market abuse*. L'obiettivo è assicurare l'integrità dei mercati finanziari, la protezione degli investitori nonché accrescere la loro fiducia nei mercati stessi. La *detection* dei fenomeni di *market abuse* è un'impresa tutt'altro che facile. In questo contributo cerchiamo di fare il punto sull'argomento coniugando l'esperienza di mercato con i contributi della letteratura finanziaria.

1. La normativa in materia di market abuse

La normativa europea vigente in materia *market abuse* è il risultato di un modello di *law-making* con attuazione graduale. Essa consta in una serie di disposizioni su più livelli:

- 1° livello: basic legal framework con la MAD I - Direttiva 2003/06/CE
- 2° livello: technical details con le Direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2003/72/CE e il Regolamento CE N.2273/2003
- 3° livello: guidelines di ESMA e CESR.

Questi regolamenti e guidelines sono stati recepiti da parte degli organi regolatori competenti dei singoli stati membri. In Italia dalla Consob:

- 1° livello: Delibera Consob 16191 - Reg. Mercati Allegato 3
- 2° livello: Delibera Consob 16191 - Reg. Mercati - art. 43, Comunicazione Consob DME/6027054 e con gli articoli 114, 115bis, 181, 184, 185, 187bis-ter del TUF
- 3° livello: Comunicazioni Consob DME/5078692, DME/10039224 e DME/12027074.

La regolamentazione sul *market abuse* tratta di due fenomeni simili per alcune caratteristiche e allo stesso tempo diversi per modalità di esecuzione: *insider trading* e manipolazione di mercato.

Nel caso dell'*insider trading*, ci si riferisce all'abuso di informazioni privilegiate che permette a chi ne è in possesso di realizzare un guadagno tramite operazioni di mercato. Per informazione privilegiata si intende una informazione privata, precisa, collegata a emittenti o strumenti finanziari, *price-sensitive* ovvero che potrebbe avere un impatto

significativo sul prezzo di uno o più strumenti finanziari nel caso in cui fosse resa pubblica. L'abuso di informazioni privilegiate si articola prevalentemente in due diversi comportamenti: trading in possesso di informazione privilegiata per conto proprio o terzi, *tipping* ovvero la diffusione di tale informazione.

La manipolazione di mercato riguarda il comportamento di un operatore che è in grado di provocare una distorsione nel normale andamento del mercato (ricavandone un guadagno) sfruttando il suo potere di mercato, operatività fittizia, diffusione di informazioni fuorvianti. Le caratteristiche della manipolazione non sono facilmente definibili, il fenomeno non include ad esempio una generica operazione che provoca una pressione sui prezzi, se si giungesse a comprendere questo tipo di operazioni si rischierebbe di dover includere anche attività di trading ordinario. Proprio per le difficoltà di circoscrivere il fenomeno, la normativa si dilunga nell'esemplificare i comportamenti sanzionabili (si veda Comunicazione Consob DME/5078692 [1] e Comunicazione Consob DME/12027074 [2]):

- *Wash trades* (operazioni fittizie) effettuare operazioni di acquisto o di vendita di uno strumento finanziario senza che si determini alcuna variazione negli interessi o nei diritti o nei rischi di mercato del beneficiario delle operazioni o dei beneficiari che agiscono di concerto o in modo collusivo.
- *Painting the tape* (artefare il quadro delle operazioni) effettuare un'operazione o una serie di operazioni che vengono mostrate al pubblico, anche su strutture telematiche o elettroniche, per fornire l'apparenza di una attività o di un movimento dei prezzi di uno strumento finanziario.
- *Abusive squeeze* (comprimere in modo abusivo il mercato) operatori che hanno una significativa influenza sulla domanda o sull'offerta o sulla consegna di uno strumento finanziario o di un prodotto sottostante a uno strumento derivato abusano della posizione dominante in modo da distorcere significativamente il prezzo al quale altri operatori sono obbligati, per l'assolvimento dei loro impegni, a consegnare/ricevere o rinviare la consegna dello strumento finanziario o del prodotto sottostante.
- *Excessive bid-ask spread* (quotazioni "denaro - lettera" eccessive) comportamento di solito posto in essere da intermediari, quali gli specialisti o i market makers che operano di concerto, che abusando del loro potere di mercato posizionano e/o mantengono intenzionalmente il bid-ask spread su livelli artificiali.
- *Pump and dump* (gonfiare e scaricare) aprire una posizione lunga su uno strumento finanziario e quindi effettuare ulteriori acquisti e/o diffondere fuorvianti informazioni positive sullo strumento finanziario in modo da aumentarne il prezzo. Gli altri partecipanti al mercato vengono quindi

ingannati dal risultante effetto sul prezzo e sono indotti ad effettuare ulteriori acquisti. Il manipolatore può vendere gli strumenti finanziari a prezzi più elevati rispetto al valore di carico.

- *Ping orders*: inserimento di piccoli ordini per accertare il livello degli ordini nascosti (*hidden orders*); metodo utilizzato soprattutto per valutare ciò che è collocato su una *dark platform*.
- *Quote stuffing*: inserimento di quantitativi significativi di ordini e/o cancellazioni/aggiornamenti degli ordini per creare incertezza fra gli altri partecipanti mascherando la propria strategia.
- *Momentum ignition*: inserimento di ordini o di una serie di ordini con l'intenzione di avviare o accentuare un trend, e incoraggiare gli altri partecipanti ad accelerare o ampliare il trend per creare l'opportunità di chiudere/aprire una posizione a un prezzo favorevole.
- *Layering and Spoofing*: trasmissione di più ordini, spesso con parametri distanti da quelli presenti su un lato del *book* di negoziazione, con l'intenzione di eseguire un'operazione sull'altro lato del *book*. Una volta effettuata tale operazione, gli ordini manipolativi vengono rimossi.

Gli esempi di manipolazione includono anche: *Improper matched orders Placing orders with no intention of executing them, Marking the close, Colluding in the after market of an Initial Public Offer, Creation of a floor in the price pattern, Trading on one market to improperly position the price of a financial instrument on a related market, Concealing ownership, Dissemination of false or misleading market information through media, including the Internet, or by any other means, Trash and cash, Opening a position and closing it immediately after its public disclosure, Spreading false /misleading information through the media.*

Gli esempi riportati dalla normativa sono stati identificati al fine di aiutare la *detection* dei fenomeni di *market abuse*. Allo stesso tempo la Consob specifica che questa casistica ha natura puramente esemplificativa, non ha alcuna ambizione di completezza e rimanda ad una analisi più accurata dell'operatività e dei movimenti di mercato.

La complessità del fenomeno rischia di portare con sé un numero assai elevato di operazioni sospette che comporta un complesso lavoro "manuale" caso per caso. A questo fine si rende necessario affinare una metodologia di *detection* che sia al contempo selettiva ed esauriente nel coprire i principali casi di manipolazione. Al riguardo la letteratura finanziaria ci offre un utile supporto.

2. La detection degli abusi di mercato

Analizzando la letteratura e le teorie riguardo ai mercati finanziari si evince che i fenomeni di *insider trading* e manipolazione di mercato si riflettono sui prezzi e sui volumi dei titoli scambiati, in particolare i fenomeni di *market abuse* vanno ad invalidare la teoria dei mercati efficienti secondo cui i rendimenti futuri dei titoli non possono essere previsti sulla base dell'informazione ad oggi disponibile.

La teoria dei mercati efficienti prevede che il logaritmo del prezzo di un titolo che non consegna dividendi segua un processo

stocastico non predicibile (ad esempio un *random walk*). Nell'ipotesi di assenza di opportunità di arbitraggio, i prezzi scontati dei titoli rischiosi seguirebbero un processo stocastico martingala rispetto alla misura di probabilità neutrale al rischio. Questo implica che nell'ipotesi di assenza di fenomeni di *market abuse* non si dovrebbe osservare autocorrelazione nella serie storica dei rendimenti del titolo (altrimenti il rendimento futuro sarebbe prevedibile).

La letteratura sul funzionamento dei mercati in presenza di informazione privata (*insider trading*) mostra che in equilibrio i volumi scambiati sono una funzione crescente della precisione dell'informazione privata (rappresentata dall'inverso della varianza del segnale) [3]. Da questa considerazione possiamo dedurre che un *insider trader* scambia volumi elevati, probabilmente diluiti nel tempo onde non essere scoperto. Volumi elevati sono un segnale di eterogeneità delle informazioni degli agenti presenti nel mercato e/o dell'afflusso di informazioni pubbliche nel mercato [4]. In presenza di asimmetria informativa si osserva una autocorrelazione positiva nella serie storica dei rendimenti in quanto occorre del tempo prima che i prezzi incorporino pienamente l'informazione. In un modello dinamico con aspettative razionali, [5] mostrano che i volumi possono essere correlati nel tempo. In particolare quando un segnale pubblico viene osservato, volumi elevati si verificano solo in un intorno dello stesso, quando invece l'informazione è privata, i volumi tendono ad essere autocorrelati in quanto l'informazione viene trasmessa dai prezzi nel corso del tempo e quindi gli agenti scambiano anche successivamente all'arrivo dell'informazione. L'autocorrelazione dei volumi diviene quindi un segnale interessante per distinguere se l'informazione sia privata o pubblica: se l'informazione è privata i volumi tenderanno ad essere autocorrelati, se invece l'informazione è pubblica non si osserva autocorrelazione. Un'assenza di autocorrelazione nei volumi si osserva anche quando questi sono motivati esclusivamente da ragioni di liquidità e non da informazioni private.

In presenza di informazione privata si osserva anche una correlazione tra volumi scambiati e rendimenti: se si osservano volumi elevati per motivi non legati all'informazione degli operatori (liquidità, preference shocks), allora rendimenti accompagnati da volumi elevati sono seguiti da rendimenti nella direzione opposta (*price reversal* o *mean reversion*) [6] e [7]; se invece i volumi sono originati da informazione privata, si osserva un trend nei rendimenti con autocorrelazione positiva delle serie storiche degli stessi (*momentum effect*) e correlazione positiva con i volumi ritardati [8]. Tipicamente in presenza di informazione privilegiata nel mercato, la volatilità e il bid-ask spread sono elevati.

Per quanto riguarda l'individuazione di fenomeni di manipolazione del mercato, l'indicazione è di concentrarsi sull'analisi dei prezzi e dei rendimenti, in modo da verificare se questi assumano valori anomali. Oltre che monitorare l'autocorrelazione delle serie storiche dei rendimenti, appare utile fare riferimento ad un modello di mercato per i rendimenti (CAPM o APT) per cogliere eventuali anomalie nei prezzi. A differenza dell'ipotesi di *insider trading*, in presenza di manipolazione del mercato finanziario, l'autocorrelazione dei rendimenti potrebbe essere negativa per i repentini *price reversals* causati da operazioni di segno opposto.

Riassumendo, questi studi portano a concludere che [9]:

- In presenza di *insider trading* si assiste ad una correlazione positiva nelle serie storiche dei rendimenti
- La manipolazione del mercato dovrebbe portare ad una correlazione negativa nelle serie storiche dei rendimenti.
- Fenomeni di *insider trading* e manipolazione portano ad elevati volumi di mercato.
- L'autocorrelazione sulle serie storiche dei volumi è associata alla diffusione di informazioni privilegiate.
- In presenza di informazioni privilegiate e/o manipolazione nel mercato il *bid-ask spread* e la volatilità risultano essere elevati.
- In presenza di fenomeni di *market abuse* i rendimenti giornalieri possono essere anomali rispetto ad un modello di riferimento di equilibrio o di non arbitraggio.

Vista l'ampia casistica dei fenomeni di manipolazione e *insider trading*, è assai difficile costruire una metodologia che permette di individuare la presenza di un abuso di mercato a partire dalla singola operazione. L'indicazione che viene dalla letteratura è di adottare un approccio *top-down* partendo dall'analisi dei rendimenti, volumi, volatilità e *bid-ask spread*. Solo in presenza di anomalie di queste grandezze che suggeriscano la possibilità di un abuso di mercato è ragionevole andare a valutare le singole operazioni di mercato rifacendosi alle forme stilizzate individuate dalla normativa. A questo livello l'attenzione dovrebbe essere posta sulle operazioni che coinvolgono volumi elevati, operazioni numerose, simili e concentrate temporalmente.

3. Il futuro: la MAD II

La regolamentazione in materia di *market abuse* sarà perfezionata nei prossimi anni a seguito del testo varato dal Parlamento europeo il 16 aprile 2014 (XXX/2014). Il 28 maggio è stato richiesto all'ESMA di fornire indicazioni tecniche per la sua implementazione. In capo a due anni la normativa dovrebbe essere operativa.

La MAD II essenzialmente perfezionerà alcuni aspetti della vigente MAD I. Tra gli obiettivi vi è quello di ampliare l'ambito di applicazione non solo agli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati, ma anche a quelli negoziati su *Multilateral Trading Facilities* (MTF) e *Organised Trading Facilities* (OTF), con il fine di evitare arbitraggi normativi tra sedi di negoziazione.

Tra le novità vi è l'intenzione di introdurre una definizione di informazione privilegiata in relazione agli strumenti derivati su merci che sia allineata con la definizione generale di informazione privilegiata estendendola alle informazioni sensibili in relazione ai prezzi che sono rilevanti per il contratto a pronti su merci collegato nonché per lo stesso strumento derivato con l'obiettivo di garantire la certezza del diritto e una migliore informazione per gli investitori.

La MAD II regolerà anche le strategie di negoziazione algoritmiche ad alta frequenza. Nonostante la maggior parte di queste strategie siano legali, le autorità di regolamentazione hanno individuato alcune strategie automatiche che potrebbero portare ad abusi di mercato. Tra di esse figurano le strategie di "quote stuffing" (consistente nell'inoltrare e annullare in rapida

successione ingenti ordini sul mercato), "layering" (consistente nell'accumulare una molteplicità di ordini) e "spoofing" (consistente nell'inoltrare ordini ingannevoli).

Infine la nuova regolamentazione individuerà un abuso di informazioni privilegiate nel caso in cui una persona in possesso di tali informazioni tenti di acquisire o vendere, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, strumenti finanziari a cui tali informazioni si riferiscono, anche senza portare a completamento operazioni.

Riferimenti e bibliografia:

- [1] Comunicazione Consob N. DME/5078692 (29÷11÷2005)
- [2] Comunicazione Consob DME/12027074 (4÷04÷2012)
- [3] Grossman, S. (1989) "The Informational Role of Prices". MIT press, Massachusetts, Boston.
- [4] Kim, O. e Verrecchia, R. (1991) "Market Reaction to Anticipated Announcements". Journal of Financial Economics, 30, pp.273-309.
- [5] He, H. e Wang, J. (1995) "Differential Information and Dynamic Behavior of Stock Trading Volume" Review of Financial Studies, 8, pp.919-972.
- [6] Campbell, J., Grossman, S. e Wang, J. (1993) "Trading Volume and Serial Correlation in Stock Returns" Quarterly Journal of Economics, 108, pp.905-939.
- [7] Conrad, J., Hameed, A. and Niden, C. (1994) "Volume and Autocovariances in Short-Horizon Individual Security Returns" Journal of Finance, 49, pp.1305-1329.
- [8] Llorente, G., Michaely, R., Saar, G. e Wang, J. (2001) "Dynamic volume-return relation of individual stocks" NBER Working paper 8312.
- [9] E. Barucci, C. Bianchi, F. Casciari, E. Squillantini "Definizione di una metodologia per l'individuazione di fenomeni di market abuse", *Statistica Applicata*, 2006: 559-571.

La nuova vigilanza bancaria: i rapporti tra BCE e autorità nazionali

di Concetta Brescia Morra e Giulia Mele

16/06/2014 09:43

Introduzione

Il regolamento del consiglio n.1024/2013 ("Regolamento") ha istituito il Meccanismo Unico di Vigilanza (MVU) composto dalla Banca Centrale Europea (BCE) e dalle autorità nazionali competenti dei paesi dell'area dell'euro (con possibilità di adesione anche da parte degli altri paesi dell'UE). Il MUV prevede un sistema complesso di ripartizione delle competenze tra BCE e le autorità nazionali.

Tutte le banche dell'area euro sono assoggettate al MVU ma ripartite in due sottogruppi: quelle di grandi dimensioni c.d. "of significant relevance" (circa 130 intermediari individuati in base

ad una serie di parametri fissati dal Regolamento) e quelle meno rilevanti c.d. *“less significant”*. In principio, spetta alla BCE la vigilanza sulle prime e alle autorità nazionali quella sulle seconde. In concreto non è irrilevante il ruolo svolto dalle autorità nazionali nei procedimenti di competenza della BCE, mentre quest’ultima ha poteri di indirizzo importanti sull’attività di vigilanza che le autorità nazionali svolgono nei confronti delle banche *“less significant”*.

Il 16 Aprile u.s. la BCE ha pubblicato il Regolamento n.468/2014 che istituisce *“il quadro di cooperazione nell’ambito del meccanismo di vigilanza unico tra la BCE e le autorità nazionali competenti e con le autorità nazionali designate”* (*“framework regulation”*). Il *framework regulation* individua le procedure di cooperazione tra le autorità nazionali e la BCE in merito alla vigilanza sugli enti *“of significant relevance”* e *“less significant”*.

1. Competenze della BCE e delle autorità nazionali

Individuare un *discrimen* tra le funzioni della BCE e quelle delle autorità nazionali è piuttosto complesso a causa del criterio di riparto misto utilizzato dal legislatore; la competenza della BCE viene, infatti, individuata a volte sulla base della materia e a volte sulla base delle dimensioni del soggetto vigilato. Nel tentativo di operare una classificazione è possibile sostenere l’esistenza di:

- **materie di competenza esclusiva della BCE;**
- **materie “concorrenti”** in cui la competenza è attribuita alla BCE ovvero alle autorità nazionali sulla base di alcuni criteri, principalmente legati alle dimensioni dell’intermediario interessato. In particolare, qualora si tratti di un ente *“of significant relevance”* o di un ente che abbia richiesto l’assistenza finanziaria dello *European Stability Mechanism* (ESM) la competenza sarà della BCE. Nel caso in cui si tratti di un ente *“less significant”* l’autorità competente sarà quella nazionale;
- **materie di competenza esclusiva delle autorità nazionali.**

Le **materie di competenza esclusiva della BCE** (art. 4 Reg. 1024/2013) riguardano poteri che abbracciano profili cruciali dell’azione di vigilanza. In primo luogo è accentrato in capo alla BCE per tutte le banche il potere decisionale relativo all’ingresso sul mercato e agli assetti proprietari (l’autorizzazione e la revoca all’esercizio dell’attività bancaria; l’acquisto e la cessione di partecipazioni qualificate in banche). Alle autorità nazionali peraltro sono affidati importanti poteri istruttori.

La BCE può inoltre per qualsiasi ente creditizio adottare misure particolari quando le banche non rispettino i requisiti prudenziali o vi siano elementi nella situazione finanziaria e organizzativa della banca che non permettano una gestione solida e la copertura dei suoi rischi. Si tratta dei provvedimenti che vengono di norma individuati tra le misure di *“early intervention”*. Fra i provvedimenti che la BCE può assumere in queste circostanze, si segnala l’applicazione di requisiti patrimoniali più stringenti di quelli ordinari, il divieto di distribuzione degli utili e il potere di rimuovere uno o più amministratori.

Tra le **materie c.d. “concorrenti”** rientrano quelle che prevedono compiti di ordinaria supervisione. Si tratta di poteri che afferiscono alla verifica del rispetto della disciplina prudenziale nelle componenti qualitative (organizzazione,

governo societario, remunerazioni), in quelle quantitative (requisiti patrimoniali, concentrazione dei rischi, liquidità, *leverage*) e di informativa al pubblico; la conduzione del processo di revisione e valutazione prudenziale e degli stress test; la vigilanza su base consolidata e quella supplementare sui conglomerati finanziari; i piani di risanamento e le misure di intervento precoce; alcuni compiti in materia di vigilanza macroprudenziale.

- Per le banche *“of significant relevance”* questi compiti saranno svolti dalla BCE avvalendosi dei c.d. *“Joint Supervisory Teams”*, i cui membri sono selezionati prevalentemente dalle autorità nazionali. Questo implica che le stesse conserveranno un ruolo fondamentale, ai fini istruttori, anche con riferimento alle banche *“of significant relevance”*.
- Per le banche *“less significant”* i medesimi compiti saranno svolti dalle autorità nazionali che continueranno a svolgere un’attività volta a verificare il rispetto di un insieme di regole armonizzate a livello europeo che incidono sull’intera attività e organizzazione degli enti creditizi. Tuttavia, anche quest’attività dovrà essere svolta seguendo le modalità stabilite in modo unitario a livello europeo dall’Autorità Bancaria Europea (EBA).

Bisogna evidenziare, infine, come la BCE, sentite le autorità nazionali, possa discrezionalmente decidere di avocare a se la vigilanza diretta anche delle banche *“less significant”* al fine di *“garantire l’applicazione coerente di standard di vigilanza elevati”* (art. 6, paragrafo 5, lett. b. del Regolamento); la possibilità di esercitare un siffatto potere condiziona di fatto i comportamenti degli enti creditizi meno rilevanti e, conseguentemente, finisce per incentivare l’allineamento delle prassi di vigilanza da parte delle autorità nazionali.

Infine, esistono materie non ricomprese nel MUV le quali continuano ad essere di **esclusiva prerogativa delle autorità nazionali**. Ci si riferisce all’attività di supervisione in materia di: protezione dei consumatori; contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo; servizi di pagamento; vigilanza sui soggetti non bancari; controlli sulle banche di paesi terzi che intendono operare nell’UE attraverso succursali o in régime di libera prestazione di servizi.

Si tratta, evidentemente, di compiti che non hanno attinenza con la vigilanza prudenziale in senso stretto e che l’art. 127, paragrafo 6, del Trattato sull’Unione Europea (TUE), non avrebbe consentito di attribuire alla BCE.

2. Rapporti tra BCE e autorità nazionali competenti

Come evidenziato nel paragrafo precedente, il criterio di ripartizione delle competenze tra BCE e autorità nazionali presenta elementi di criticità legati al fatto che, nell’ambito delle materie di competenza esclusiva delle BCE, alcune funzioni sono comunque attribuite alle autorità nazionali tenute a collaborare con quest’ultima al fine di coadiuvarne l’attività. Per cercare di tracciare i confini tra i poteri dell’una e delle altre, la BCE ha emanato il *framework regulation* che sviluppa e specifica le procedure di cooperazione tra la BCE stessa e le autorità nazionali nell’ambito dell’MVU assicurando in tal modo il funzionamento efficace e coerente del nuovo sistema di vigilanza. Risulta necessario, allora, passare ad una disamina di tali

procedure al fine di analizzare le diverse modalità di collaborazione tra BCE ed autorità nazionali.

a. Rilascio e revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività creditizia

In entrambe le procedure si assiste una cooperazione tra autorità nazionali e BCE poiché le prime sono tenute a prestare assistenza nella preparazione e nell'attuazione di atti la cui adozione in forma definitiva spetta alla BCE.

Il procedimento per il rilascio dell'autorizzazione ha inizio con una domanda rivolta all'autorità nazionale competente la quale, verificata l'esistenza di tutti i requisiti previsti dalla legge nazionale, invia un "progetto di decisione" alla BCE cui spetta il potere decisionale. Se la BCE non rigetta il progetto di decisione entro dieci giorni lavorativi (prorogabili una sola volta per altri dieci), questo s'intende approvato (silenzio assenso).

Per quanto riguarda la revoca, la relativa procedura può essere avviata sia dalle autorità nazionali sia dalla BCE. Nel primo caso la procedura seguita è perfettamente coincidente con quella prima descritta; nella seconda ipotesi è previsto l'obbligo per la BCE di consultarsi preventivamente con l'autorità nazionale competente.

b. Vigilanza sugli enti "of significant relevance"

Nonostante i poteri di ordinaria supervisione sui soggetti "of significant relevance" siano prerogativa della BCE, il "framework" ha previsto il coinvolgimento anche delle autorità nazionali. Tale coinvolgimento si estrinseca nell'obbligo per quest'ultime di scambiare informazioni con la BCE e di assisterla nella predisposizione e nell'attuazione dei provvedimenti di vigilanza; in questa attività di supporto le autorità nazionali devono seguire le istruzioni fornite dalla BCE che mantiene la piena responsabilità dei provvedimenti assunti.

Inoltre, come anticipato, nello svolgimento delle sue attività la BCE si avvarrà dei *Joint Supervisory Teams*, ovvero di gruppi di vigilanza congiunti costituiti anche da personale designato dalle autorità nazionali. I *Joint Supervisory Teams*, in qualità di responsabili della vigilanza *day to day* sulle banche rilevanti, rappresentano il principale veicolo di cooperazione tra le autorità nazionali e la BCE e il primo interlocutore degli intermediari.

c. Vigilanza sugli enti "less significant"

Come già evidenziato i compiti di vigilanza sui soggetti "less significant" sono di appannaggio delle autorità nazionali. Anche in questo caso, tuttavia, il legislatore ha attribuito alla BCE poteri che di fatto le permettono di ingerirsi anche nell'attività di supervisione di tali enti.

In primo luogo la BCE è responsabile dell'implementazione degli standard tecnici dell'EBA a cui le autorità nazionali devono uniformarsi per l'esercizio dei poteri di vigilanza; in secondo luogo le autorità nazionali, al fine di consentire alla BCE di supervisionare il buon funzionamento del MVU, devono fornire a quest'ultima informazioni e progetti di decisioni relativi a procedure che abbiano un impatto rilevante sull'ente (ad esempio la procedura di rimozione dei membri del C.d.A dell'ente).

Infine, le autorità nazionali sono tenute a presentare annualmente una relazione alla BCE sull'attività di vigilanza da

esse svolta e ad informarla su ogni crisi rilevante capace di costringere l'ente a ricorrere ad un finanziamento da parte dell'ESM.

d. Poteri di ispezione

Obblighi di cooperazione tra le autorità nazionali e la BCE sono previste anche nell'ipotesi di ispezioni.

Le ispezioni in loco sono condotte da gruppi i cui membri sono scelti tra il personale della BCE e dalle altre persone da esse autorizzate. La BCE, da un lato, è tenuta a notificare all'ente ispezionato, almeno cinque giorni prima dell'inizio dell'ispezione, i nominativi dei membri del gruppo ispettivo; dall'altro, deve dare comunicazione dell'ispezione anche all'autorità nazionale dello Stato membro in cui deve essere effettuata l'ispezione, almeno una settimana prima di effettuare la notifica all'ente interessato. Qualora sia necessario per garantire l'efficacia dell'ispezione, la BCE può svolgere l'ispezione senza previa notifica all'ente vigilato ma dandone, in ogni caso, comunicazione all'autorità nazionale. Infine, qualora l'ente sottoposto a ispezione opponga resistenza, le autorità nazionali sono tenute a prestare al gruppo incaricato dalla BCE l'assistenza necessaria in conformità al diritto nazionale.

e. Vigilanza macro-prudenziale

Il regolamento sul MVU ha introdotto nuovi strumenti di vigilanza macroprudenziale, volti a prevenire ed a fronteggiare i rischi alla stabilità complessiva del sistema, in cui si ravvisa una condivisione di poteri tra BCE ed autorità nazionali. Ci si riferisce, ad esempio, alla possibilità di imporre agli enti creditizi di costituire riserve supplementari di capitale ("*countercyclical buffer*") in aggiunta ai fondi propri ordinari, in modo tale da assicurare l'accumulo di una base di capitale sufficiente a coprire le perdite nelle fasi di crisi economica.

Le autorità competenti ad applicare simili strumenti sono, di norma, quelle nazionali. Tuttavia, il *framework regulation* prevede che le autorità nazionali debbano notificare, con almeno dieci giorni di anticipo, alla BCE l'intenzione di utilizzare tali misure; a sua volta la BCE può sollevare, entro cinque giorni, un'obiezione che l'autorità interessata deve tenere in debito conto.

Peraltro, è consentito alla BCE avocare a sé tale competenza con l'obbligo di darne un preavviso di almeno dieci giorni alle autorità nazionali; anche quest'ultime potranno sollevare, entro cinque giorni, un'obiezione che la BCE dovrà considerare prima di adottare definitivamente lo strumento macroprudenziale.

f. Poteri sanzionatori

L'effettività dei poteri attribuiti alla BCE è garantita dalla previsione di un sistema articolato di sanzioni amministrative; tali poteri rappresentano la garanzia del rispetto delle norme previste dal diritto dell'Unione da parte degli enti vigilati. In particolare la BCE può comminare sanzioni pecuniarie fino al doppio dei profitti ricavati o dalle perdite evitate per effetto delle violazioni della normativa o comunque fino al 10% del fatturato complessivo annuo.

Il potere sanzionatorio è suddiviso tra BCE ed autorità nazionali in modo peculiare. In particolare la BCE si occuperà solo degli enti "of significant relevance" e potrà comminare sanzioni di natura pecuniaria per violazioni, dolose o colpose, degli obblighi

previsti da disposizioni europee direttamente applicabili (quindi nell'ipotesi di violazione di Regolamenti); negli altri casi (sanzioni agli esponenti delle banche; sanzioni per violazione di norme non direttamente applicabili come le direttive e sanzioni diverse da quelle pecuniarie) la BCE potrà richiedere l'intervento delle autorità nazionali le quali irrogheranno sanzioni sulla base delle discipline procedurali previste nei singoli ordinamenti nazionali.

3. Natura giuridica del rapporto tra BCE ed autorità nazionali

Una volta analizzate i modi d'interazione tra BCE e autorità nazionali, bisogna domandarsi quale sia la natura giuridica del rapporto tra BCE e autorità nazionali.

Analizzando il ruolo delle autorità nazionali nell'ambito delle materie di competenza esclusiva della BCE, appare immediatamente chiaro come le stesse siano, di fatto, prive di autonomo potere decisionale. Le stesse esercitano un'attività di assistenza non avente contenuto decisorio per cui la loro attività finisce per essere equiparata a quella di uffici periferici ausiliari della BCE. Né consegue che gli atti adottati dalle autorità nazionali debbano essere considerati emanazione di un potere della BCE e vadano, pertanto, a essa imputati, anche sul piano dell'impugnazione. Ciò non significa che sia completamente escluso qualsiasi margine di discrezionalità delle autorità nazionali nei procedimenti di vigilanza di competenza della BCE. Nell'attività di vigilanza è difficile distinguere fra attività istruttoria e attività decisionale in maniera netta. Il provvedimento finale è il frutto di un'attività e scelte che implicano un margine di discrezionalità "tecnica" nella fase istruttoria molto rilevante. Per queste ragioni è stato rilevato come l'accentramento della vigilanza nelle mani della BCE "non si configuri come una mera devoluzione di poteri, ma come un nuovo sistema di esercizio congiunto dei poteri di vigilanza" (Barbagallo, 2014).

Anche nell'ambito degli enti "less significant", che ricadono nella competenza esclusiva delle autorità nazionali, sono previsti una serie di penetranti poteri in capo alla BCE. Quest'ultima, come si è visto, può impartire regolamenti ed istruzioni, può richiedere informazioni e soprattutto può decidere di assoggettare alla propria vigilanza diretta una o più banche "less significant". In definitiva, anche i poteri esercitati direttamente dalle autorità nazionali sono soggetti a controllo preventivo (attraverso l'emanazione di regole e istruzioni per il loro esercizio) e successivo, considerato che la BCE può avocare a sé l'esercizio della vigilanza anche su questi soggetti.

Il MVU è un meccanismo complesso composto sia dalla BCE sia dalle autorità nazionali sulle quali grava, in eguale misura, un dovere di cooperazione. Non si può negare, tuttavia, come tale obbligo di cooperazione sia quantomeno asimmetrico (Clarich 2014), dato che sono soprattutto le autorità nazionali a svolgere un'attività di assistenza e di supporto alla BCE nell'esercizio dei suoi compiti. Inoltre, si è visto, come in tutta una serie di procedure "l'ultima parola" in decisioni cruciali per l'attività di vigilanza spetta alla BCE.

Sembra evidente, quindi, che il legislatore, pur riconoscendo alle autorità nazionali poteri di vigilanza diretta, abbia voluto attribuire alla BCE un ruolo di vertice.

In definitiva, si può concludere dicendo che il MVU rappresenta "

un modello di integrazione operativa e organizzativa tra apparati nazionali ed europei" (Clarich 2014), che non implica l'indebolimento delle amministrazioni nazionali a vantaggio di quelle europee ma la fusione tra i due livelli di competenza. Del resto il modello della cooperazione asimmetrica diventa comprensibile se si evidenzia che, pur in un contesto di integrazione di apparati, la responsabilità del funzionamento efficace e coerente del MVU è attribuito alla BCE.

Riferimenti

Barbagallo C., *L'unione bancaria europea*, intervento alla tavola rotonda organizzata dal NIFA (*New International Finance association*), su "Verso l'Europa Unita Gli obiettivi raggiunti, gli ostacoli da superare, le nuove sfide" 6 maggio 2014

Clarich M., *I poteri di vigilanza della Banca centrale europea*, relazione al XX Congresso Italo-Spagnolo dei professori di diritto amministrativo su *I servizi pubblici economici tra mercato e regolazione*, Roma, 27 febbraio-1 marzo 2014.

Mancini M., *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, su Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, settembre 2013.

Council Regulation (EU) n. 1024/2013 "Conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions", in OJ 2013, L 287/63

Regulation (EU) n. 468/2014 of the European Central Bank, "establishing the framework for cooperation within the Single Supervisory Mechanism between the European Central Bank and national competent authorities and with national designated authorities (SSM Framework Regulation)", in OJ 2014, L 141/1.

Nuova consultazione sui requisiti di capitale (EBA)

13/06/2014 10:21

L'EBA ha lanciato una nuova consultazione sui criteri che le autorità competenti devono considerare prima di concedere alle istituzioni la possibilità di utilizzare metodi avanzati di misurazione (AMA) per il calcolo dei requisiti patrimoniali. Questi standard saranno parte del Regolamento unico per il settore bancario nell'Unione europea. La consultazione è aperta fino al 12 settembre 2014.

Comunicato stampa Consultation paper

Nuove norme per le crisi e i fallimenti bancari (UE)

13/06/2014 10:15

Sono state pubblicate nella gazzetta ufficiale dell'UE la direttiva sul recupero e risoluzione degli enti creditizi e imprese di investimento (BRRD) e la direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi (DGS). Il BRRD fornisce un quadro completo per la gestione delle crisi delle banche, mentre la direttiva DGS rafforza la protezione dei depositi dei cittadini in caso di fallimenti bancari. Gli Stati membri devono ora recepire i due testi nella

legislazione nazionale entro i termini definiti.

Comunicato stampa Direttiva 2014/59/UE (BRRD) Direttiva 2014/49/UE (DGS)

MiFIR e MIFID II: pubblicate le nuove norme

13/06/2014 09:57

La Direttiva MiFID II e il Regolamento MiFIR sono stati pubblicati sul Official Journal dell'UE. Gli stati membri hanno due anni per trasporre le nuove regole, che entreranno in vigore dal primo gennaio 2017. Tra i temi trattati, il trading ad alta frequenza, gli strumenti per rendere i mercati finanziari più trasparenti, efficienti e resistenti, il rafforzamento della protezione degli investitori.

Comunicato stampa Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) Regolamento n.600/2014 (MiFIR)

Nuove norme per contrastare gli abusi di mercato

13/06/2014 09:33

Abrogando la precedente direttiva, che risaliva al 2003, il Parlamento europeo e il Consiglio dell'UE hanno approvato due nuovi documenti atti a contrastare gli abusi di mercato (regolamento n.596/2014) e a stabilire le sanzioni per gli abusi stessi (direttiva 2014/57/UE).

Comunicato stampa Regolamento n.596/2014 Direttiva 2014/57/UE

UE: raggiunto testo di compromesso sui fondi di investimento a lungo termine

12/06/2014 12:43

Il Consiglio dell'UE ha raggiunto un testo di compromesso rispetto alle proposte di Parlamento, Commissione e dello stesso Consiglio con riferimento ai fondi europei di investimento a lungo termine. I prossimi passaggi prevedono l'approvazione da parte del Consiglio di un approccio generale e la votazione da parte del Parlamento di emendamenti al regolamento proposto.

Testo ufficiale

EBA: pubblicati nuovi standard sul leverage ratio

10/06/2014 12:18

Sono stati pubblicati nuovi standard tecnici sul leverage ratio. Gli obiettivi principali degli standard sono: - suddividere il

denominatore del leverage ratio per categoria e, all'interno delle categorie, per controparte; - fornire informazioni qualitative sul rischio di leverage.

Comunicato stampa Standard tecnici

EBA: nuove norme per le istituzioni di importanza sistemica (G-SIIs)

10/06/2014 12:00

Sono stati pubblicati nuovi standard tecnici concernenti la metodologia per identificare le Global Systemically Important Institutions (G-SIIs), sulle regole da applicare alle G-SIIs e sulle regole da applicare alle istituzioni di grande dimensione. Le G-SIIs verranno identificate a gennaio 2015 e le regole cui dovranno sottoporsi saranno pienamente in vigore dal 2016.

Comunicato stampa Standard tecnici per l'identificazione delle G-SIIs Standard tecnici per la divulgazione degli indicatori usati per le G-SIIs Linee guida per gli indicatori di importanza sistemica

Basilea III e rischio di liquidità: le sfide per gli intermediari

12/06/2014 16:20

Il 23 Giugno, alle ore 16.30, si terrà il QFin Colloquium

Basilea III e rischio di liquidità: le sfide per gli intermediari

Programma:

Mariakatia Di Staso — Banca di Italia

Nuove regole di liquidità. Aggiornamento normativo e impatti sulle strategie bancarie

Luca Trezzi — Intesa Sanpaolo

Trasmissione del costo dei liquidità al pricing di prodotti

Salvatore Chianese- ICCREA Holding Il modello di gestione della liquidità del Gruppo Iccrea all'interno del Credito Cooperativo: i riflessi in termini di LCR e NSFR

Emilio Barucci — Politecnico di Milano, Luigi Mastrangelo — Deloitte

ALM e Behavioral Finance: I "modelli comportamentali" per il governo del rischio tasso e liquidità

L'evento terminerà verso le 19 con un aperitivo.

E' gradita l'iscrizione. Per ulteriori informazioni

<http://www.mate.polimi.it/qfincolloquia>

QFinLab

Nicola Bruti Liberati Quantitative Finance LAB

Riferimenti

mail: qfinlab@polimi.it

pagina web: <http://www.mate.polimi.it/qfinlab>

pagina web del workshop:
<http://www.mate.polimi.it/qfincolloquia>

telefono: +39 02 2399 4697

Direttore: Emilio Barucci.

Redattori: Roberto Baviera, Michele Bonollo,

Concetta Brescia Morra, Stefano Corsaro,

Daniele Marazzina, Giulia Mele, Carlo Milani,

Roberto Ottolini, Giulia Simonetti, Enrico Ubaldi, Giulia Zanchi.

© 2014 FinRiskAlert - Tutti i diritti riservati.

Le opinioni riportate negli articoli e nei documenti del sito www.finriskalert.it sono espresse a titolo personale dagli autori e non coinvolgono in alcun modo l'ente di appartenenza.

Gli articoli e documenti pubblicati nel sito e nella newsletter FinRiskAlert hanno l'esclusiva finalità di diffondere i risultati di studi e ricerche a carattere scientifico. Essi non rappresentano in alcun modo informazioni o consulenza per investimenti, attività riservata, ai sensi delle leggi vigenti, a soggetti autorizzati.
