

LIBER AMICORUM
PER
PASQUALE COSTANZO

MARIANGELA ATRIPALDI

**IL RUOLO DEL *BUNDESANSTALT FÜR*
FINANZDIENSTLEISTUNGS-AUFSICHT (BAFIN) NELLA
VIGILANZA SULLE ATTIVITÀ BANCARIE E
FINANZIARIE NELL'ORDINAMENTO TEDESCO**

16 MARZO 2020



Mariangela Atripaldi

Il ruolo del *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)* nella vigilanza sulle attività bancarie e finanziarie nell'ordinamento tedesco

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Lo sviluppo storico del diritto della vigilanza bancaria e finanziaria nell'ordinamento tedesco. – 2.1. L'evoluzione del sistema legislativo sino agli inizi degli anni '90. – 2.2. Dalla riunificazione all'intervento del legislatore europeo. – 3. La vigilanza bancaria e finanziaria nell'ordinamento tedesco: il *BaFin*. – 3.1. Introduzione. – 3.2. L'organizzazione. – 3.3. Le funzioni. – 4. Alcune valutazioni conclusive sul ruolo del *BaFin*.

1. Introduzione.

L'esigenza di affrontare uno studio sul *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (di seguito *BaFin*)¹ nell'ordinamento tedesco è stata determinata, fra l'altro, dalle sollecitazioni della cultura giuridica italiana ad interessarsi con maggiori approfondimenti al tema della vigilanza bancaria e finanziaria².

Invero dinanzi all'ampliamento nel nostro ordinamento delle attività aventi rilevanza economica, la prospettiva di porre al centro della riflessione quello che si realizza in altri ordinamenti può offrire un contributo significativo sul piano della ricostruzione scientifica e su quello operativo.

In questo contesto sono state individuate le motivazioni che hanno legittimato l'istituzione di poteri regolatori pubblici esercitati con una indipendenza dal potere politico e dal settore regolato dell'industria e finalizzati a raggiungere alcuni obiettivi comuni, come il funzionamento della concorrenza, e a tutelare la generalità dei cittadini, in particolare dei consumatori³. Un quadro determinato non solo da fattori interni ai Paesi ma anche da incidenze esterne legate all'evoluzione dei processi economici internazionali.

È stato altresì evidenziato che negli ultimi decenni si è assistito ad una più corretta definizione del ruolo della regolazione soprattutto nel settore bancario e finanziario, laddove sono state anticipate procedure di controllo e di vigilanza rispetto agli altri settori economici⁴.

Comunque, va constatato che nei sistemi di vigilanza bancaria e finanziaria previsti dagli ordinamenti dei diversi Stati ad economia industrializzata, pur evidenziandosi caratteristiche peculiari, emergono linee guida che si possono considerare comuni e che consentono una valutazione comparatistica.

Pertanto, al fine di cogliere i dati fisionomici che presiedono il diritto della vigilanza bancaria e finanziaria nell'ordinamento tedesco sono opportune alcune considerazioni, sia pure espresse schematicamente, per individuare le linee di tendenza che vanno emergendo nel sistema di regolamentazione cui sono affidati ruoli fondamentali per la gestione di importanti settori economici⁵.

¹ L'A. ringrazia il *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* per il proficuo confronto e per la documentazione messa a disposizione. Comunque, le opinioni espresse sono attribuibili esclusivamente all'A.

² Sull'interessamento della dottrina giuridica e l'estensione sempre maggiore delle attività aventi rilevanza economica si rinvia alle approfondite riflessioni di S. AMOROSINO, *Regolazione pubbliche, mercati, imprese*, Giappichelli, Torino, 2008, 21 ss.; A. LA SPINA - S. CAVATORTO, *Le Autorità indipendenti*, Il Mulino, Bologna, 2008; A. MACCHIATI - A. MAGNONI, *Quale governance per le autorità indipendenti? Un'analisi economica delle leggi istitutive*, in *Quaderni di Finanza*, n. 41, Roma, 2000.

³ Cfr. L. PAPI, *Le autorità indipendenti nel settore bancario*, in *Moneta e credito*, vol. 67, n. 268, 2014, 349 ss.

⁴ Cfr. L. PAPI, *Le autorità indipendenti nel settore bancario*, cit., 354.

⁵ Cfr. S. AMOROSINO, *Tipologie e funzioni delle vigilanze pubbliche sulle attività economiche*, in E. BANI - M. GIUSTI, a cura di, *Vigilanze economiche. Le regole e gli effetti*, cit., 25 e ss.; F. ZATTI, *La vigilanza tra regolamentazione e controllo: contributo allo studio della regolazione del mercato mobiliare*, Cedam, Padova, 2012.

In questa prospettiva, anche in riferimento all'ordinamento tedesco, si individuano analisi della letteratura non solo economica che offrono contributi significativi per la comprensione degli aspetti più rilevanti⁶.

Va innanzitutto ribadito che l'esigenza di intervenire con una regolamentazione pubblica è finalizzata a consentire un corretto funzionamento del sistema economico e a impedire, in ultima analisi, anche quelli che vengono definiti fallimenti del mercato.

Rispetto a tutti gli altri settori economici, soprattutto nel settore bancario e finanziario, il problema della regolazione pubblica è stato posto in via prioritaria con la consapevolezza che, con un corretto funzionamento di tutto quel sistema, prevenendo le crisi bancarie e finanziarie, si tutelano non solo i consumatori ma si favorisce la promozione della crescita economica, realizzando così l'obiettivo della stabilità macro e microeconomica.

D'altra parte, avendo il settore bancario e finanziario assunto un ruolo centrale per i sistemi economici sempre più condizionati dalle interferenze economiche internazionali, si pone come esigenza insopprimibile l'esercizio di poteri regolatori pubblici da gestire in un contesto di interferenze tra sistemi economici dei diversi Stati. Ne consegue che anche e soprattutto nel settore bancario e finanziario l'attività di regolamentazione e vigilanza deve essere condotta in condizioni di autonomia ed indipendenza⁷. Una necessità che si era già ben consolidata soprattutto in riferimento al ruolo affidato alle banche centrali chiamate alle valutazioni delle politiche monetarie.

Sul tema della vigilanza si rinvia, inoltre, a M.S. GIANNINI, *Istituzioni di Diritto Amministrativo*, Giuffrè, Milano 1981, 49-50; L. ARCIDIACONO, *La vigilanza nel diritto pubblico. Aspetti problematici e profili ricostruttivi*, Cedam, Padova, 1984; S. VALENTINI, *Vigilanza (dir. amm.)*, in *Enc. Dir.*, XLVI, Milano 1993; M. STIPO, *Vigilanza e tutela (dir. amm.)*, in *Enc. Giur. Treccani*, XXXII, Roma 1994; B. BIANCHI, *Commento all'art. 5*, in G. ALPA - F. CAPRIGLIONE, a cura di, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Cedam, Padova, 1998; M. DE LORENZO, *Commento all'art. 5 I, comma*, in C. RABITTI BEDOGNI, (a cura di), *Il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Giuffrè, Milano, 1998, 75; C. RABITTI BEDOGNI, *Commento all'art. 5*, in C. RABITTI BEDOGNI, (a cura di), *Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., 60; G. GHETTI, *Vigilanza, vigilanze*, in M. BANI - E. GIUSTI, (a cura di), *Vigilanze economiche. Le regole e gli effetti*, cit., 25 e ss.; A. M. CALAMIA, *Vigilanze comunitarie*, in M. BANI - E. GIUSTI, (a cura di), *Vigilanze economiche. Le regole e gli effetti*, cit., 43 ss.; M. PASSALACQUA, *Vigilare ispezionando*, in M. BANI - E. GIUSTI, a cura di, *Vigilanze economiche. Le regole e gli effetti*, cit., 219 ss.; E. MONACI, *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 2007; A. BROZZETTI, *Una breve riflessione sul riparto di competenze tra Banca d'Italia e Consob in materia di vigilanza consolidata dopo il recepimento della Mifid*, in *Scritti in onore di F. Capriglione*, Cedam, Padova, 2010, 421 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2020, specificamente 33 ss., 57 ss.

⁶ Su queste tematiche la produzione economica e giuridica è quanto mai ampia. A titolo del tutto esemplificativo è opportuno far riferimento, fra gli altri, a J. E. STIGLITZ, *The Role of the State in Financial Markets*, in *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, The World Bank, Washington (DC), 1994; J. TUYA - L. ZAMALLOA, *Issues on Placing Banking Supervision in the Central Bank*, in J. T. BALINO - C. COTTARELLI, a cura di, *Frameworks for Monetary Stability*, in *International Monetary Fund*, Washington (DC), 1994; M. TAYLOR - A. FLEMING, *Integrated Financial Supervision: Lessons from Northern European Experience*, in *Policy Research Working Paper*, n. 2223, The World Bank, Washington (DC), 1999; M. QUINTYN - M. W. TAYLOR, *Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability*, in *CESIFO Economic Studies*, vol. 49, n. 2, 2003, 259-294; E. FERRAN, *The Break-up of the Financial Services Authority*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, vol. 31 n. 3, 2011, 455-480; J. L. ARCAND - E. BERKES - U. PANIZZA, *Too Much Finance?*, in *IMF Working Papers*, n. 12/161, Washington (DC), 2012; T. BECK, *Finance, Growth and Fragility: The Role of Government*, in *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 5 (1-2), 2013, 49-77; L. PAPI, *Le autorità indipendenti nel settore bancario*, cit; T. BECK - H. DEGRYSE - C. KNEER, *Is More Finance Better? Disentangling Intermediation and Size Effects of Financial Systems*, in *Journal of Financial Stability*, vol. 10, 2014, 50-64; R. H. HUANG - D. SCHOENMAKER, a cura di, *Institutional Structure of Financial Regulation*, 2014, Routledge, London - New York, 2014; M. TAYLOR, *Regulatory Reform after the Financial Crisis*, in R. H. HUANG, D. SCHOENMAKER, (a cura di), *Institutional Structure of Financial Regulation*, cit., 9 ss.

⁷ Cfr sul punto E. NIER, *Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis*, IMF Working Papers, n. 09/70, International Monetary Fund, Washington (DC), 2009; M. D'ALBERTI, *Il valore dell'indipendenza*, in M. D'ALBERTI - A. PAJNO (a cura di), *Arbitri dei mercati. Le autorità indipendenti e l'economia*, Il Mulino, Bologna, 2010, 11 ss.; F. SACCOMANNI, *Indagine conoscitiva sulle Autorità amministrative indipendenti*, Audizione del direttore generale della Banca d'Italia, Camera dei Deputati, 27 ottobre, Roma, 2010; J. VICKERS,

Appaiono rilevanti le motivazioni di queste scelte così come sono state identificate dalla letteratura economica e giuridica. Se la finalizzazione dell'azione regolativa è quella di garantire la stabilità del sistema finanziario, l'autonomia è una condizione indispensabile che deve essere assicurata nei confronti del potere politico e della industria vigilata, con il rispetto di regole e procedure chiare e trasparenti e di pratiche internazionali, come quelle determinate dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria⁸.

Ed è da imputare alle stesse analisi la individuazione delle diverse dimensioni del concetto di autonomia che richiede un elevato livello di tecnicità evidenziabile “non solo nelle strutture delle autorità, ma anche nei suoi organi di vertice”⁹.

Innanzitutto, è richiesta una autonomia istituzionale che si realizza con la presenza di una struttura che sia separata soprattutto dal governo. Una autorità che sia garantita con uno Statuto che preveda, fra l'altro, una serie di modalità per la nomina e l'eventuale rimozione dei soggetti cui sono imputate le funzioni.

Accanto a questa autonomia va riconosciuta una autonomia negli obiettivi e negli strumenti, ma soprattutto una autonomia regolamentare che si realizza dettando norme e prevedendo procedure nell'ambito stabilito dalla legge ed una autonomia di vigilanza che si esplica in tutti i momenti della vita dei soggetti vigilati. Un quadro che va realizzato anche sulla base di una autonomia finanziaria che consenta l'utilizzo di sufficienti risorse finanziarie previste dalla legge, impedendo interferenze governative e dei soggetti vigilati.

Si è in presenza di uno scenario nel quale vanno anche prese in considerazione quelle situazioni eventualmente prodotte dall'autorità di vigilanza nell'esercizio della sua autonomia al fine di determinare le garanzie che consentano di contenere e limitare tali possibili situazioni. In questa ricerca la letteratura economica e giuridica ha individuato due possibili rischi utilizzando analisi condotte non solo dalla scienza politica nordamericana. Si fa riferimento alla “deriva burocratica” e all' “eccesso di regolamentazione”¹⁰.

La vigilanza sugli istituti di credito nell'ordinamento tedesco¹¹ è esercitata dalla Banca centrale europea, dal *BaFin* insieme alla *Bundesbank* ai sensi della legge bancaria, la *Kreditwesengesetz* (di seguito *KWG*) modificata in ultimo il 18 gennaio 2019¹². Sugli istituti di servizi finanziari, società di investimento, istituti di pagamento, assicurazioni, la vigilanza spetta al *BaFin*¹³.

Central Banks and Competition Authorities: Institutional Comparison and New Concerns, in *BIS working paper*, n. 331, Bank for International Settlements, Basilea, 2010; E. NIER - L. I. OSIŃSKI - J. JÁCOME - P. MADRID, *Institutional Models for Macroprudential Policy*, in *IMF Working Papers*, n. 11/250, International Monetary Fund, Washington (DC), 2011; R. H. HUANG - D. SCHOENMAKER (a cura di), *Institutional Structure of Financial Regulation*, Londra e New York, Routledge 2014; L. PAPI, *Le autorità indipendenti nel settore bancario*, cit., 349 ss.

⁸ Su questi aspetti si rinvia puntualmente all'analisi condotta da PAPI, cit., 367 ss. che presenta un quadro ben determinato delle diverse forme del concetto di autonomia, soffermandosi anche sulla necessità della indipendenza dall'industria regolata per proteggersi dalla c.d. “cattura del regolatore” da parte dei soggetti regolati.

⁹ Cfr. L. PAPI, *Le autorità indipendenti nel settore bancario*, cit., 353.

¹⁰ Su questa area di riflessione la produzione è quanto mai ampia. A titolo esemplificativo, vanno segnalati, fra gli altri, J. R. MACEY, *Organizational Design and Political Control of Administrative Agencies*, in *Journal of Law, Economics, & Organization*, 8, 1, 1992, 93–110; M. C. STEPHENSON, *Bureaucratic Decision Costs and Endogenous Agency Expertise*, in *Journal of Law, Economics, and Organization*, 23, 2, 2007, 469–498.

¹¹ I *CRR-Kreditinstitute* sono definiti dal § 1, comma 3d della *Kreditwesengesetz* quali istituti di credito che ricevono conferimenti e concedono credito.

¹² Altre norme che regolano la vigilanza bancaria in Germania sono principalmente contenute nella legge *Pfandbriefgesetz* (*PfandBG*), nella legge *Depotgesetz*, nella *Bausparkassengesetz* e nelle leggi sulle casse di risparmio (*Sparkassengesetz*) emanate dai *Länder* della Federazione.

¹³ Il fondamento giuridico della vigilanza sulle assicurazioni è dato dalla legge *Versicherungsaufsichtsgesetz*, mentre le disposizioni sulla vigilanza finanziaria sono prevalentemente contenute nelle leggi *Wertpapierhandelsgesetz*, *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, *Wertpapierprospektgesetz*, *Wertpapier-Verkaufprospektgesetz*, nella *Kreditwesengesetz* e nella *Investmentgesetz*.

Il *BaFin* è l'autorità federale di vigilanza che ha assunto le competenze di settore affidate precedentemente ad altri organismi e si pone come obiettivo di assicurare e promuovere il corretto funzionamento, la stabilità e l'integrità del sistema finanziario tedesco, nel contesto del processo di integrazione europea e della cooperazione internazionale, contribuendo a rafforzare la protezione dei consumatori. Il *BaFin* collabora con le altre autorità di vigilanza nazionali degli Stati UE e con quelle europee per contribuire ad una regolamentazione ed a una supervisione armonizzata dei mercati finanziari.

Invece la *Bundesbank* è responsabile per il monitoraggio continuo degli istituti, attraverso la valutazione della documentazione presentata, delle relazioni di audit e dei rendiconti finanziari annuali nonché attraverso l'esecuzione e la valutazione delle ispezioni in loco.

Con la creazione del meccanismo di supervisione unica (*Single Supervisory Mechanism [SSM]*) istituito il 4 novembre 2014 la vigilanza bancaria è affidata non solo al *BaFin* e alla *Bundesbank* ma anche alla Banca centrale europea. Il SSM prevede l'esercizio congiunto di compiti e poteri di vigilanza sulle banche da parte della Banca centrale europea (con il Consiglio di sorveglianza) e delle autorità di vigilanza dei Paesi dell'area dell'euro.

In questo contesto la BCE vigila direttamente le banche cosiddette "significative" identificate mediante un'apposita metodologia¹⁴; mentre le altre banche sono soggette alla vigilanza delle autorità nazionali, nell'ambito degli indirizzi formulati dalla BCE e di un'azione di supervisione comunque svolta da quest'ultima prevalentemente sulla base di informazioni trasmesse dalle autorità di vigilanza nazionali.

2. Lo sviluppo storico del diritto della vigilanza bancaria e finanziaria nell'ordinamento tedesco.

2.1. L'evoluzione del sistema legislativo sino agli inizi degli anni '90.

La legislazione bancaria tedesca ha subito diversi interventi legislativi a partire dalla *Reichsgesetz über das Kreditwesen (RKWG)* del 5 dicembre 1934 modificata dalla *Kreditwesengesetz (KWG)* del 1961¹⁵. Quello del 1934 era un provvedimento che aveva alle spalle una corposa preparazione e che era fortemente condizionato dalla grande crisi economica e dalle crisi bancarie; un provvedimento che si applicava a tutti gli istituti di credito e che fu oggetto di numerose modifiche.

Peraltro, erano proprio le crisi bancarie che avevano già portato precedentemente all'approvazione il 19 settembre 1931 di un regolamento di emergenza emesso dal *Reichspräsident*. Quel regolamento introdusse un commissario (*Reichskommissar*) del settore bancario presso il Ministero dell'economia del Reich con funzioni di vigilanza sugli istituti di credito che non fossero, fra l'altro, casse di risparmio, istituti di credito ipotecario, casse di risparmio postali.

Nel periodo successivo alla Seconda guerra mondiale, nelle tre zone occupate della Germania dell'Ovest, la legge sul credito venne applicata nelle sue parti essenziali. Sulla base dell'art. 83 della Costituzione tedesca i ministri dei *Länder* (nel caso specifico i ministri dell'economia o delle finanze) erano competenti per la vigilanza di quegli istituti di credito operanti sul proprio territorio. Nella zona occupata dai sovietici gli istituti di credito vennero chiusi. La vigilanza sulle banche perse di significato visto che il sistema bancario veniva integrato nell'economia dello Stato.

¹⁴ Attraverso la valutazione periodica della loro situazione economico-patrimoniale, la verifica del rispetto delle regole prudenziali, l'adozione degli interventi di vigilanza eventualmente necessari, l'effettuazione degli stress test. Di ciò si occupano i *Joint Supervisory Team (JST)*, formati in misura prevalente da personale dell'autorità di vigilanza nazionale e guidati da un coordinatore designato dalla BCE e da un sub-coordinatore tedesco.

¹⁵ Sul punto si rinvia a M. BOEGL - R. FISCHER, *Die Aufsichtsbehörden und ihre Instrumente*, in H. SCHIMANSKY - H.J. BUNTE - H.J. LWOWSKI (a cura di), *Bankrechts-Handbuch*, 5. Auflage, C. H. Beck, München, 2017, 2636 ss.

La successiva legge bancaria del 10 luglio 1961 entrò in vigore solo il 1° gennaio 1962 con l'opposizione del *Bundesrat*. Anche i ricorsi dei *Länder* alla Corte costituzionale federale contro la legge non ebbero un esito favorevole. La legge introdusse, fra l'altro, la possibilità di negare l'autorizzazione dell'attività bancaria ed affidò all'Ufficio federale di vigilanza del credito (*Bundesaufsichtamt für Kreditwesen*) le funzioni di vigilanza.

Anche le società di investimento, sulla base della legge sulle società di investimento di capitale del 16 aprile 1957, e la vendita di certificati di investimenti stranieri, sulla base della legge sugli investimenti all'estero del 28 luglio 1969, furono sottoposte alla vigilanza bancaria¹⁶.

La crisi bancaria del 1974 che vide il fallimento della Herstatt, una delle maggiori banche tedesche, portò il Ministero delle Finanze alla creazione nel Novembre del 1974 di una Commissione di studio sulla struttura delle banche e sulle modifiche del sistema bancario incaricata di analizzare la situazione del sistema bancario e creditizio tedesco ed i problemi ad esso connessi¹⁷. La Commissione diretta dal Prof. Ernst Gessler lavorò 4 anni e mezzo ed elaborò una relazione nel maggio del 1979¹⁸. La relazione si espresse, fra l'altro, a favore del mantenimento del sistema della banca universale, contro la nazionalizzazione ed il rafforzamento dell'influenza statale sugli istituti di credito. La maggior parte delle proposte della commissione non sono state affrontate e recepite dal legislatore federale tedesco.

Comunque da quel momento gli istituti di credito dovettero munirsi di due amministratori, le imprese commerciali individuali non vennero più autorizzate alla gestione delle questioni bancarie e furono aggravate le disposizioni sui grandi fidi e quelle relative all'obbligo di denuncia.

2.2. Dalla riunificazione all'intervento del legislatore europeo.

Con la riunificazione della Repubblica federale tedesca e della Repubblica democratica di Germania nel 18.5.1990 e con l'introduzione del Marco tedesco, le banche statali perdono la loro funzione di banche di emissione della moneta.

Una tappa rilevante in questa ricostruzione storica è data dalla seconda legge sulla promozione del mercato finanziario (*Zweites Finanzmarktförderungsgesetz*)¹⁹ del 1995 con cui viene creato l'Ufficio federale di vigilanza sui valori mobiliari, il *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel* (*BAWe*), a cui era affidata la vigilanza nel settore mobiliare.

La suindicata legge ha introdotto una riforma radicale del sistema di regolamentazione tedesco per i mercati mobiliari. Il suo obiettivo principale era garantire l'efficienza, e quindi la competitività internazionale, della Germania come mercato finanziario. Per la prima volta veniva assegnata ad una autorità federale la funzione di supervisione dei mercati mobiliari.

Con l'intervento normativo europeo la disciplina della vigilanza bancaria e finanziaria nell'ordinamento tedesco subisce una forte evoluzione. Innanzitutto, con la direttiva 83/350/CEE è stato introdotto il principio del controllo esclusivo su una banca operante in più Stati membri da

¹⁶ Entrambe le leggi vennero sostituite dalla *Investmentgesetz* del 15 dicembre 2003.

È da evidenziare, inoltre, che a partire dal 1973 anche gli istituti di credito edilizio vennero sottoposti alla vigilanza bancaria sulla base della *Bausparkassengesetz* del 16 novembre 1972.

¹⁷ Su questi aspetti si rinvia anche a G. NARDOZZI, *Tre sistemi creditizi*, Il Mulino, Bologna, 1983, 106; M. BOEGL - R. FISCHER, *Die Aufsichtsbehörden und ihre Instrumente*, in H. SCHIMANSKY - H.J. BUNTE - H.J. LWOWSKI (a cura di), *Bankrechts-Handbuch*, cit., 2637.

¹⁸ Cfr. *Bericht der Studienkommission "Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft" Bundesministerium der Finanzen, Deutschland, Bundesminister der Finanzen, Bundesrepublik*, in *Schriftenreihe des Bundesministeriums der Finanzen*, 28 Stollfuss, in *Komm.*, Bonn, 1979.

¹⁹ Si fa riferimento alla *Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften*.

parte della autorità del paese di provenienza (Home country control). Sulla base della suindicata direttiva il 1° gennaio 1985 è entrata in vigore la modifica alla *Kreditwesengesetz*²⁰.

Un successivo rilevante intervento si è avuto con la direttiva 77/780/CEE del Consiglio, del 12 dicembre 1977 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l'accesso all'attività degli enti creditizi e il suo esercizio e con la direttiva 89/299/CEE del Consiglio, del 17.4.1989, riguardante i fondi propri degli enti creditizi introdotte nell'ordinamento tedesco con la quarta novella della legge *KWG* entrata in vigore il 1.1.1993²¹.

La quinta novazione, invece, della *KWG* recepisce la direttiva 92/30/CEE del Consiglio, del 6 aprile 1992, relativa alla vigilanza su base consolidata degli enti creditizi e la direttiva 92/121/CEE del Consiglio, del 21 dicembre 1992, sulla vigilanza ed il controllo dei grandi fidi degli enti creditizi. Questa modifica è entrata in vigore il 31.12.1995 rafforzando la limitazione dei grandi fidi, adeguandosi ai principi del capitale proprio.

La successiva sesta novella alla *KWG* ha introdotto misure per l'incoraggiamento della fiducia dell'investitore nel funzionamento dei mercati di capitali, nel miglioramento nella lotta al riciclaggio di denaro, nell'assicurare la funzionalità dei pagamenti²².

Con la legge sulla vigilanza dei servizi finanziari (*Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz* – di seguito *FinDag*), il 1° maggio 2002 le autorità di vigilanza sul credito, sulle assicurazioni e sui valori mobiliari vengono aggregate in una unica autorità di vigilanza, il *BaFin*²³.

Un'altra tappa rilevante dell'evoluzione della vigilanza si ha con l'introduzione delle disposizioni per la lotta al riciclaggio del denaro, al sistema illegale bancario e agli illeciti nelle operazioni relative ai servizi finanziari e bancari. Il § 24c ed il § 25c, comma 1 nr 2 aF della *KWG* introducono norme relative alla protezione dei dati e all'autodeterminazione informatica dei clienti con controlli e obblighi di vigilanza degli istituti rispetto ai propri clienti. Con quest'ultima legge è stato previsto anche l'obbligo dell'esame dei conti ai sensi del § 25 c, comma 2 aF della *KWG*²⁴. Successivamente è stato inserito nella *KWG* l'obbligo per gli istituti di combattere il riciclaggio di denaro, di prevenire le frodi e di monitorare costantemente il controllo delle transazioni.

Merita un richiamo anche la legge del 1° marzo 2011 di recepimento della seconda direttiva 2009/110/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009 concernente l'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica.

In questi itinerario ricostruttivo va anche, fra l'altro, menzionata la direttiva sui servizi finanziari, direttiva MiFID o *Markets in financial instruments directive* (2004/39/EC), che ha disciplinato dal 31 gennaio 2007 al 2 gennaio 2018 i mercati finanziari dell'Unione europea.

Peraltro, si è in presenza di un quadro di interventi legislativi che hanno anche inciso sull'ampliamento delle competenze del *BaFin*. Infatti, ad esempio la legge a tutela dei piccoli investitori del 2015²⁵, ha introdotto nuovi obblighi per i fornitori di fondi di investimento e ha trasferito ulteriori poteri di vigilanza al *BaFin* con l'obiettivo di rafforzare la tutela degli investitori privati nei confronti di prodotti finanziari poco trasparenti e poco attendibili.

²⁰ Direttiva 83/350/CEE del Consiglio del 13 giugno 1983 relativa alla vigilanza su base consolidata degli enti creditizi, che ha portato alla terza novella della *KWG* (*Drittes Gesetz zur Änderung des Gesetzes über das Kreditwesen*).

²¹ Cfr. M. BOEGL - R. FISCHER, *Die Aufsichtsbehörden und ihre Instrumente*, in H. SCHIMANSKY – H.J. BUNTE – H.J. LWOWSKI (a cura di), *Bankrechts-Handbuch*, cit., 2641 ss.

²² Sul punto si rinvia a M. BOEGL - R. FISCHER, *Die Aufsichtsbehörden und ihre Instrumente*, in H. SCHIMANSKY - H.J. BUNTE - H.J. LWOWSKI (a cura di), *Bankrechts-Handbuch*, cit., 2642 ss.

²³ Quelle che sinora erano disciplinate nella legge *KWG*, nella legge sulla vigilanza delle assicurazioni, nella legge sulla negoziazione dei valori mobiliari vengono da quel momento disciplinate dalla legge *FinDag*.

Sulla indipendenza dell'autorità di vigilanza si rinvia, fra l'altro, a F. A. DECHENT, *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung – Unabhängige Behörden in der Bankenaufsicht?*, in *Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht*, 2015, 767 ss.

²⁴ Attualmente § 25h comma 2 della *KWG*.

²⁵ Si fa riferimento alla *Kleinanlegerschutzgesetz* del 3 luglio 2015.

Anche in una fase più recente gli stimoli provenienti dal processo di integrazione europeo e la spinta alla armonizzazione hanno fortemente contribuito alla evoluzione della disciplina della vigilanza bancaria e finanziaria²⁶. In particolare si può richiamare il Regolamento (UE) n. 575/2013 (c.d. *Capital Requirements Regulation – CRR*) che ha introdotto norme di vigilanza prudenziale valide direttamente per tutte le banche e le imprese d'investimento europee²⁷.

L'evoluzione del quadro normativo ha portato nel gennaio 2018 all'entrata in vigore della direttiva MiFID II (2014/65/EU) che, insieme alla MiFIR o *Markets in financial instruments regulation* (Regolamento EU n. 600/2014), ha preso il posto della precedente regolamentazione europea²⁸.

Le condizioni per l'accesso all'attività bancaria, la libertà di stabilimento delle banche nell'Unione e la libera prestazione dei loro servizi, il controllo prudenziale, le riserve patrimoniali addizionali, il governo societario delle banche vengono invece disciplinati dalla Direttiva 2013/36/UE (*Capital Requirements Directive IV – CRD IV*).

Non è questa la sede per una completa ricostruzione dei copiosi interventi normativi nazionali e sovranazionale. Quello che emerge è che molti ambiti della disciplina sulla vigilanza sono espressione dell'intervento di dettagliate disposizioni comunitarie nell'ottica del modello di "massima armonizzazione".

Sulla base delle modifiche apportate dagli interventi del legislatore sovranazionale le competenze ed i compiti del *BaFin* sono state ampliate nella *KWG* in modo coerente alle disposizioni rispetto agli istituti di credito ed alle società di intermediazione finanziaria.

La principale fonte normativa alla base della vigilanza bancaria e finanziaria nell'ordinamento tedesco, come già precedente evidenziato, è la legge sul sistema creditizio, la *Gesetz über das Kreditwesen* del 1961 molte volte modificata. A questa si aggiunge la legge istitutiva del *BaFin*, la *Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (FinDAG)*²⁹ che, fra l'altro al § 4, capoverso 4 rivela che la vigilanza esercitata dal *BaFin* si pone l'obiettivo di tutelare gli interessi pubblici³⁰.

²⁶ La *KWG* nella sua pubblicazione del 9 settembre 1998 sino al 30 giugno 2016 è stata modificata 77 volte sotto la spinta delle fonti europee.

²⁷ Il Regolamento (UE) n. 575/2013 ha introdotto norme di vigilanza prudenziale valide direttamente per tutte le banche e le imprese d'investimento europee, incluse quelle tedesche. Nelle materie disciplinate dal CRR (fondi propri, requisiti patrimoniali minimi, informativa al pubblico) il *BaFin* ha pertanto competenze regolamentari circoscritte entro gli ambiti di discrezionalità, molto limitati, previsti dallo stesso Regolamento per effettuare i necessari raccordi con l'ordinamento e le specificità degli Stati membri.

²⁸ In aggiunta si può brevemente menzionare la Direttiva 2009/65/CE - concernente le regole in materia di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) come anche il Regolamento UE 648/2012 e il Regolamento UE n. 575/2013.

²⁹ Conosciuta anche come legge sulla vigilanza finanziaria (*Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz – FinDAG*) del 22 aprile 2002, modificata dall'art. 6 della legge del 12 dicembre 2019.

Sulle altri fonti vedi *retro* note n. 9 e 10.

³⁰ Cfr. U. REIFNER, *Europäische Finanzaufsicht und Verbraucherschutz – Wie kann der Schutz der Verbraucherinteressen in die Bafin integriert werden?*, in *Zeitschrift für Wirtschafts- und Verbraucherrecht*, 2011, 410 ss.

Al fine di individuare il campo di tutela degli interessi pubblici la cultura giuridica ha percorso un itinerario argomentativo per verificare se rientrano in queste ipotesi il caso della responsabilità determinata dalla carenza di vigilanza. Per la individuazione di questo itinerario si rinvia alle riflessioni di G. BRÜGGEMEIER, *Haftungsrecht*, Springer, Berlin, Heidelberg, New York, 2006, 168; G. CARRIERO, *Scritti di diritto dell'economia*, Giuffrè, Milano, 2010, 277 ss. e biblio ivi cit. che partono dalle indicazioni fornite dalla Corte di cassazione federale tedesca, il *Bundesgerichtshof* che ha respinto il ricorso avente oggetto l'ipotesi di responsabilità statale per insufficiente vigilanza bancaria. La Corte, ha inoltre ha sollevato la questione alla Corte di Giustizia Europea per verificare se ai sensi del diritto europeo risulta che le misure della vigilanza bancaria siano a garanzia dei risparmiatori e degli investitori, così che si possa configurare una *Amtshaftungsanpruche* (responsabilità della autorità pubblica), ai sensi del § 839 *Bürgerliches Gesetzbuch (BGB)* in combinato disposto con l'art. 34 della Costituzione tedesca. La Corte di Giustizia ha negato l'intento di tutela degli investitori della vigilanza bancaria. Invero nella causa C-222/02, Peter Paul e

I principali obiettivi della vigilanza bancaria sono riassunti nel §6 (2) della *KWG* e consistono nel prevenire le irregolarità nel sistema bancario contrastando gli abusi in ambito bancario e finanziario.

Secondo le indicazioni offerte dalla disciplina normativa sono oggetto della vigilanza tutti gli istituti di credito e gli istituti di servizi finanziari. In particolare, il § 1, comma 1 e 1a della *KWG* definiscono gli istituti di credito e gli istituti di servizi finanziari, mentre il § 2 comma 1 e comma 6 *KWG* individuano quelle che sono le deroghe³¹.

Per quanto riguarda in Germania l'ordinamento individua quattro tipologie di istituti: banche commerciali, istituti del settore casse di risparmio, istituti del settore cooperativo ed altri istituti. Nel primo gruppo rientrano le grandi banche, le filiali di banche estere e le banche private, mentre nell'ultimo fanno parte le casse di risparmio edilizie, le banche di garanzia e gli istituti di credito con particolari compiti.

3. La vigilanza bancaria e finanziaria nell'ordinamento tedesco: il BaFin.

3.1. Introduzione.

La prospettiva di ricostruire il modello istituzionale scelto con la introduzione nell'ordinamento tedesco del *BaFin* pone l'esigenza di introdurre alcune sia pur brevi considerazioni sugli assetti istituzionali adottati nei diversi Paesi. Si è peraltro in presenza di scelte che hanno dato vita ad un dibattito di rilievo al fine di individuare quali sono i fattori di natura nazionale ovvero internazionale che hanno consentito le soluzioni prescelte.

Come già si è evidenziato, tra i diversi fattori, ha acquistato un ruolo fondamentale l'innovazione finanziaria che ha prodotto situazioni quanto mai complesse, richiedendo l'ampliamento del perimetro della regolamentazione. Si è assistito da una parte alla introduzione di nuovi prodotti finanziari, talvolta molto sofisticati che hanno richiesto una maggiore tutela dei risparmiatori, dall'altra è emersa l'esigenza di dar vita a forme di integrazione tra diversi comparti governati in precedenza distintamente. Ma la scelta dell'assetto istituzionale è influenzata anche dalle spinte che emergono sempre con maggiore evidenza verso l'integrazione internazionale. Una tendenza evidenziata non soltanto in Europa e che ha messo in discussione assetti che sembravano consolidati.

Un dibattito peraltro che già precedentemente aveva contribuito a superare quelle posizioni che ritenevano sufficiente l'affidamento dei poteri di regolazione e controllo agli stessi assetti ministeriali e di accogliere la soluzione dell'autorità indipendente³².

L'analisi della riflessione economica e giuridica aveva individuato tre obiettivi della regolamentazione (stabilità microeconomica, stabilità sistemica, protezione del consumatore) e tre principali mercati (quello bancario, assicurativo e mobiliare). Su questa base i modelli istituzionali prevedono una competenza per gli obiettivi della regolamentazione ovvero per i diversi mercati³³. Ne consegue che nel primo caso la funzione di stabilità sistemica è imputabile alla Banca centrale e,

a./Repubblica federale di Germania, la Corte ha sostenuto che nessuna delle direttive in materia creditizia conferisce ai singoli il diritto di pretendere da parte dell'organismo di vigilanza bancaria l'adozione di misure di vigilanza adeguate né di considerare tale organismo o lo Stato interessato responsabile in caso di vigilanza carente, se ed in quanto è stato loro assicurato l'indennizzo previsto dalla direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi.

³¹ Gli istituti di credito sono imprese che svolgono attività bancaria in modo professionale e che richiedono una attività aziendale orientata in modo commerciale. La vigilanza riguarda anche gli istituti di servizio finanziario, imprese che alle stesse condizioni (professionalità e attività aziendale orientata in modo commerciale) forniscono servizi finanziari.

³² Sulle prime indicazioni in questo senso si rinvia alle soluzioni di A. MACCHIATI - A. MAGNONI, *Quale governance per le Autorità indipendenti? Una analisi economica delle leggi istitutive*, in *Quaderni di Finanza*, cit., 5 ss.

³³ Sul punto si rinvia al significativo contributo di L. PAPI, *L'autorità indipendenti nel settore bancario*, cit., 370 ss.

per gli altri obiettivi, la competenza è affidata ad altre due distinte autorità, laddove nel secondo caso, si individuano tre distinte autorità competenti per banche, assicurazioni ed imprese di investimento. Si è in presenza di un quadro che, accanto a questi assetti istituzionali, evidenzia l'esistenza di altri modelli. Così si individuano, fra l'altro, ipotesi di autorità di vigilanza integrata per tutti i soggetti protagonisti con accanto l'esistenza di altre autorità cui è affidata la protezione sistemica e quella del consumatore. Tra le diverse ipotesi la soluzione più estrema configura l'esistenza di una unica autorità che integra una competenza per tutti i mercati e per tutti gli obiettivi³⁴.

Il dibattito su queste diverse soluzioni è stato quanto mai ampio al fine di verificare le ragioni che possono sostenere una scelta verso un sistema integrato o unico e quelle che in contrapposizione ne scoraggiano l'utilizzazione. L'esistenza di una unica autorità dovrebbe incidere sul grado di efficienza di tutto il sistema, consentendo vantaggi sia per l'autorità che per i destinatari dell'azione di vigilanza. Inoltre, una unica autorità può evitare il rischio di avere una vigilanza frammentata dinanzi ai continui fenomeni di innovazione finanziaria con le conseguenze negative non solo sui costi dell'attività di controllo. Tutto ciò senza considerare anche i vantaggi determinati dal migliore rapporto tra vigilato e controllore.

Certamente non sono soltanto questi gli aspetti positivi che il dibattito ha evidenziato per preferire una scelta a favore di una autorità unica. Ad esempio, c'è la possibilità di esprimere una valutazione più univoca del comportamento dell'autorità vigilante rispetto ad una ipotesi rappresentata da una molteplicità di autorità.

Come già si è sottolineato, il dibattito ha fatto emergere anche osservazioni di segno opposto. Innanzitutto, sarebbe da evidenziare che tutti questi vantaggi così delineati potrebbero attenuarsi tutte le volte che l'impianto organizzativo della autorità unica preveda al suo interno sezioni del tutto separate. Peraltro, paradossalmente un regime di monopolio nell'esercizio dei poteri di vigilanza potrebbe impedire quelle forme di concorrenza che possano produrre effetti positivi e neutralizzare quelli negativi eventualmente provocati da una disciplina senza dialettica.

In questo contesto si assiste ad un confronto per verificare vantaggi ed eventualmente danni prodotti in quegli ordinamenti che affidano la vigilanza alle banche centrali cui è imputata la gestione della politica monetaria.

Gli effetti positivi determinati da questa stessa relazione vengono individuati indipendentemente dalla maggiore autonomia attribuita alle banche centrali che consentirebbe anche all'attività di vigilanza di essere gestita in un regime di autonomia soprattutto dal governo. Peraltro, imputando alle banche centrali le due funzioni si avrebbero informazioni utili sia per la gestione della politica monetaria sia della vigilanza.

In contrapposizione a questa linea interpretativa la discussione ha evidenziato le preoccupazioni di chi ritiene che la gestione delle due funzioni affidate alla stessa autorità contestualmente potrebbe produrre situazioni non positive determinate dal conflitto tra gli obiettivi della politica monetaria e della vigilanza.

Ed è in questo quadro che l'ordinamento tedesco fa la scelta per l'assetto istituzionale.

La cultura economica e giuridica tedesca si era da tempo interrogata sulla opportunità della istituzione di una unica autorità di vigilanza, affidando alla banca federale, alla *Bundesbank*, la vigilanza sulle banche e sugli istituti finanziari. Il motivo principale di questa scelta si basava sul fatto che la *Bundesbank* gode di ampia indipendenza e tale autonomia avrebbe caratterizzato anche la vigilanza bancaria e finanziaria. Prevalse però la posizione di chi evidenziava che preservare gli istituti bancari e finanziari dal collasso spetta in ultima istanza allo Stato, per cui questo deve esercitare un'influenza sulla struttura e sul funzionamento della vigilanza bancaria e finanziaria.

³⁴ Sulle scelte di questo modello si rinvia a C. BRIAULT, *The Rationale for a Single National Financial Services Regulator*, in *FSA Occasional Papers*, n. 2, Financial Services Authority, Londra, 1999.

Altri motivi che hanno portato ad escludere il trasferimento di funzioni di tutta la vigilanza alla *Bundesbank* si basano sull'interesse mostrato dalla cultura giuridica e dalla politica verso una unica *Authority* per i servizi finanziari, bancari ed assicurativi³⁵.

Ed è sulla base di queste esigenze che il 1° maggio 2002³⁶ l'Ufficio federale di vigilanza bancaria (*Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen - BAKred*) è stato fuso con l'Ufficio federale di vigilanza sui titoli (*Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel - BAWe*) e con l'Ufficio federale di vigilanza sulle assicurazioni (*Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen - BAV*) dando vita all'Autorità federale di vigilanza finanziaria (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - BaFin*).

La scelta del legislatore tedesco è andata nella direzione di concentrare le competenze in una unica autorità di vigilanza, prevedendo per la vigilanza bancaria la collaborazione tra *BaFin* e *Bundesbank*. Invero, come già precedentemente evidenziato, ai sensi del § 6 (1) della legge bancaria, il *BaFin* è l'autorità amministrativa responsabile della vigilanza sugli istituti di credito mentre il § 7 (1) disciplina la collaborazione del *BaFin* e della *Deutsche Bundesbank* nella vigilanza continuativa degli istituti affidando, tra l'altro, alla *Deutsche Bundesbank*, l'analisi delle relazioni e delle dichiarazioni che gli istituti devono presentare regolarmente e la valutazione del capitale e l'adeguatezza della gestione del rischio.

È lo stesso *BaFin* che descrive i motivi dell'introduzione di un'unica autorità di vigilanza evidenziando come negli anni passati i mercati finanziari si sono profondamente modificati, la linea di demarcazione tra banche, assicurazioni e servizi finanziari si è attenuata. Le imprese concorrono in modo più pregnante negli stessi mercati con prodotti simili o anche quasi identici. Questa integrazione rafforzata di prodotti e di rischi richiede un approccio integrato della vigilanza. Il *BaFin*, quindi, sulla base della proprie competenze è nella posizione di prendere delle decisioni efficienti nell'interesse della stabilità bancaria e dei mercati finanziari.

3.2. L'organizzazione.

Il *BaFin* ai sensi del § 1, primo capoverso della *FinDag* è un ente federale con capacità giuridica di diritto pubblico³⁷.

La struttura, gli organi, la gestione del bilancio dipendono dal proprio statuto di diritto pubblico del 2002 che in ultimo è stato modificato dal regolamento del 15 maggio 2017³⁸. Il *BaFin* è

³⁵ Cfr. H. O. HAGEMASTER, *Die neue Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, in *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 2002, 1773 ss.

Peraltro le società di assicurazione erano nettamente contrarie all'affidamento della funzione di vigilanza assicurativa alla *Bundesbank*.

³⁶ Cfr. la *Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz - FinDAG)*.

³⁷ Sul *BaFin*, si rinvia più ampiamente, fra gli altri, a H. O. HAGEMASTER, *Die neue Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, cit., 1773 ss.; T. FILIPOVA, *The Concept of Integrated Financial Supervision and Regulation of Financial Conglomerates in Germany and the United Kingdom*, Nomos, Baden-Baden, 2007; P. WERHEIT, *Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Eine kritische Bestandsaufnahme im Lichte der Artikel 86 ff. Grundgesetz, Verfassungsrecht in Forschung und Praxis*, Kovac, Dr. Verlag, Hamburg 2009; M. POTO, *The Financial supervisory authority in Germany*, in D. SICLARI - R. MICCÙ, (a cura di) *Advanced Law for Economics. Selected Essays*, Giappichelli, Torino, 2014, 106 ss.; D. AUERBACH (a cura di), *Banken- und Wertpapieraufsicht*, Verlag C.H. Beck, München, 2015; F. A. DECHENT, *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung – Unabhängige Behörden in der Bankenaufsicht?*, in *Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht*, 2015, 767-772; S. WOLLERSHEIM, *Von der Krise zur Allfinanzaufsicht Entstehung, Entwicklung und Herausforderungen der Bankenaufsichten in Deutschland (BaFin) und der Schweiz (FINMA) im historischen und internationalen Kontext*, Schriften zum Bank- und Kapitalmarktrecht, Verlag Dr. Kovac, Hamburg, 2015; K. H. BOOS - R. FISCHER - H. SCHULTE-MATTLER, *Kommentar zu Kreditwesengesetz*, C. H. BECK, München, 2016; A. RIEGLER, *Informationsfreiheit im verwaltungsgerichtlichen Verfahren am Beispiel der Finanzmarktaufsicht*, in *Schriften zum Bank- und Kapitalmarktrecht*, Band 9, Hamburg 2016.

sottoposto alla supervisione giuridica e tecnica del Ministero federale delle finanze, a cui – diversamente dalla banca federale – è anche sottoposto alle sue direttive³⁹. Sebbene il Ministero federale ha rinunciato sinora in larga misura alle singole istruzioni nei confronti dell'ente federale, ha tuttavia pubblicato principi generali relativi all'esercizio delle funzioni di vigilanza a cui l'ente si deve attenere.

Al fine di meglio individuare le attività del *BaFin* è opportuno inquadrare gli aspetti strutturali dell'autorità federale che è organizzata in 5 direzioni con sede a Bonn e Francoforte e che è diretta da un *Direktorium* costituito dal Presidente e da 5 direttori esecutivi.

Una serie di organi consente all'autorità federale lo svolgimento delle proprie funzioni. Innanzitutto, il Consiglio di amministrazione controlla la gestione e supporta il *BaFin* nello svolgimento delle funzioni di vigilanza ed è responsabile della decisione dell'approvazione del bilancio, che è completamente finanziato dalle società che supervisiona⁴⁰.

Il consiglio di amministrazione comprende 17 membri votanti. Il Ministero federale delle finanze nomina sei membri con conoscenze tecniche e competenze in materia, sentite le associazioni del settore finanziario, che hanno il diritto di indicare tre dei sei membri con esperienze specifiche⁴¹.

Non rientrano tra le competenze del Consiglio di amministrazione le decisioni sulle attività operative o sull'orientamento strategico dell'ente per cui la supervisione specializzata e giuridica sul *BaFin* spetta soltanto al Ministero federale delle finanze.

Il Presidente deve tenere regolarmente informato il Consiglio di amministrazione sulle attività di gestione del *BaFin*.

Un altro organo del *BaFin* è il Comitato consultivo con funzione di consulenza relativa ai compiti di vigilanza. A questo è affidata anche la possibilità di presentare raccomandazioni ed è costituito da 24 membri rappresentanti del mondo accademico, delle banche, delle assicurazioni, dalla *Deutsche Bundesbank* e dalle associazioni di tutela dei consumatori.

Il Consiglio consultivo dei consumatori invece è responsabile della consulenza di *BaFin* su questioni relative agli obblighi di vigilanza nei confronti del consumatore. Raccoglie, analizza e riporta al *BaFin* i dati relativi agli attuali sviluppi nelle attività bancarie e assicurative e nei settori dei servizi finanziari e degli strumenti finanziari ("tendenze dei consumatori")⁴².

Tra gli organi del *BaFin* va individuato anche il Comitato per la stabilità finanziaria istituito presso il ministero federale delle finanze. È costituito da tre rappresentanti della *Bundesbank*, tre rappresentanti del Ministero federale delle finanze, tre rappresentanti di *BaFin* e l'amministratore delegato della direzione risoluzione della *BaFin* – senza diritto di voto.

Il Comitato rappresenta, quindi, le istituzioni pubbliche responsabili del monitoraggio del sistema finanziario in Germania e prende decisioni con risoluzioni che generalmente richiedono la maggioranza semplice. Va inoltre evidenziato che, l'emissione e la pubblicazione di avvertimenti e raccomandazioni e la relazione annuale della Commissione al Bundestag tedesco dovrebbero basarsi sul più ampio consenso possibile. Le risoluzioni su questi punti dovrebbero essere approvate all'unanimità ed inoltre, non possono essere approvate contro i voti dei rappresentanti della *Bundesbank*.

³⁸ In *BGBI*, I Nr. 28 del 19 maggio 2017.

³⁹ Cfr. M. BOEGL - R. FISCHER, *Die Aufsichtsbehörden und ihre Instrumente*, in H. SCHIMANSKY - H.J. BUNTE - H.J. LWOVSKI (a cura di), *Bankrechts-Handbuch*, cit., 2662 ss.

⁴⁰ Ai sensi del § 14 del *FinDAG*.

⁴¹ Il Consiglio di amministrazione non è paragonabile ad un consiglio di amministrazione di una società per azione ed è competente in particolare per le decisioni relative al bilancio e per l'utilizzo efficiente del bilancio.

⁴² Il Consiglio consultivo dei consumatori comprende 12 rappresentanti: tre provenienti dal mondo accademico, quattro da organizzazioni di tutela dei consumatori e degli investitori, tre da sistemi di risoluzione extragiudiziale delle controversie, uno del Ministero federale della giustizia e della tutela dei consumatori (*Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz - BMJV*) e uno da sindacati.

In aggiunta il Consiglio di consulenza sulle assicurazioni affronta le questioni relative alle pratiche assicurative e fornisce consulenza al *BaFin* sull'attuazione e l'ulteriore sviluppo del diritto di vigilanza⁴³.

Il Consiglio dei valori mobiliari, invece, raccomanda il *BaFin* in materia di vigilanza sui titoli, ad esempio quando si tratta di emanare regolamenti o di stabilire linee guida. Inoltre, è affidata al Consiglio la possibilità di presentare proposte proprie relative allo sviluppo delle pratiche di vigilanza⁴⁴.

Ogni Stato della Federazione nomina un rappresentante presso il Consiglio dei valori mobiliari che può anche consultare esperti di imprese e università. Anche i rappresentanti del ministero federale delle finanze, del ministero federale della giustizia e del ministero federale dell'Economia e della tecnologia ed i rappresentanti della *Bundesbank* hanno il diritto di partecipare alle riunioni.

Altro organo è il Consiglio consultivo che assiste il *BaFin* quando è chiamato a monitorare le acquisizioni societarie⁴⁵ e gli fornisce consulenza in alcuni campi.

È previsto anche un comitato per le contestazioni composto da sei membri⁴⁶, al quale le parti coinvolte hanno il diritto di presentare obiezioni. Tale comitato deve decidere in merito a qualsiasi opposizione presentata entro il termine di due settimane⁴⁷.

Tutti i dipendenti del *BaFin* ai sensi del § 9 della KWG hanno un particolare obbligo di segretezza il cui mancato rispetto è perseguibile ai sensi dei § 203 e ss. del codice penale, con le eccezioni di cui al § 9, comma 1 quarta frase.

Come già sottolineato, il *BaFin* gode di autonomia finanziaria, non riceve finanziamento dal bilancio federale ma trae le proprie risorse finanziarie da contributi versati direttamente dai soggetti sottoposti all'attività di vigilanza. La *Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz - FinDAG)* a partire dalla § 13 (1) indica le principali fonti di finanziamento del *BaFin*⁴⁸ mentre l'ammontare è calcolato sulla base del *Verordnung über die Erhebung von Gebühren und die Umlegung von Kosten nach dem Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (FinDAGKostV)*.

3.3. Le funzioni.

Gli obiettivi primari della vigilanza bancaria affidata al *BaFin* sono sintetizzati nel §6 (2) della legge bancaria e consistono nel prevenire le irregolarità nel sistema bancario che possano mettere in pericolo la sicurezza delle risorse affidate agli enti, incidere negativamente sull'esecuzione delle transazioni bancarie o che possano pregiudicare sostanzialmente l'economia nel suo insieme.

Inoltre, ai sensi del § 6 della *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)* vigila, sui valori mobiliari, al fine di "contrastare abusi nell'ambito dei compiti assegnati, i quali potrebbero determinare la corretta applicazione del commercio degli strumenti finanziari o compromettere gli investimenti e

⁴³ In alcuni casi, la legge federale di vigilanza sulle assicurazioni (*Versicherungsaufsichtsgesetz - VAG*) prevede che il Consiglio consultivo di assicurazione debba essere consultato.

⁴⁴ Il *BaFin* deve riferire al Consiglio di sicurezza almeno una volta all'anno sulle sue attività di vigilanza, lo sviluppo delle pratiche di vigilanza e la cooperazione internazionale.

⁴⁵ Il Consiglio consultivo comprende quindici membri: quattro rappresentanti degli emittenti, due rappresentanti scelti ciascuno da investitori istituzionali e privati, tre rappresentanti delle imprese di servizi di investimento, due rappresentanti dei dipendenti e due rappresentanti del mondo accademico ed è presieduto dal Presidente del *BaFin*. I membri del Consiglio consultivo sono nominati dal Ministero federale delle finanze (*Bundesministerium der Finanzen*) per la durata di cinque anni.

⁴⁶ Il Presidente del *BaFin* o un funzionario statale permanente nominato dal presidente funge da presidente del comitato. Due funzionari nominati dal Presidente del *BaFin* svolgono mansioni come membri associati. In aggiunta, il Presidente di *BaFin* nomina tre membri associati onorari.

⁴⁷ In caso di parità di voti, prevale il voto del presidente della Commissione per le Obiezioni.

⁴⁸ Cfr. § 14 *Gebühren*, § 15 - § 17c *Gesonderte Erstattung*, § 16 e ss. *Umlage*.

le attività connesse o vantaggi considerevoli”. Scopo della vigilanza sui valori mobiliari è garantire la trasparenza e la integrità dei mercati finanziari quanto la tutela degli investitori.

I compiti concreti della vigilanza sui valori mobiliari consistono nella prevenzione ed il perseguimento dell'*inside trading*, il monitoraggio degli obblighi di pubblicazione delle società emittenti (pubblicità *ad hoc*), la tutela degli investitori unitamente al monitoraggio del codice di condotta per le società di investimento nei confronti dei consumatori, il controllo del prospetto emittenti e la collaborazione internazionale nella domanda di supervisione della negoziazione nei mercati regolamentati e nei mercati over the counter di valori mobiliari e derivati nel trading di valori autorizzati.

In questo contesto il *BaFin* riceve la segnalazione di tutte le attività di borsa e di private equity in valori mobiliari e derivati al di fuori dell'ambito degli istituti di credito e di finanza, in particolare la vigilanza della pubblicità *ad hoc*, del prospetto emissioni e del monitoraggio insider del partecipante della borsa.

Nell'ordinamento tedesco accanto al *BaFin* le autorità di vigilanza sulle borse, i *Börsenaufsichtsbehörden* dei *Länder*, si occupano della vigilanza sui mercati regolamentati operanti sul proprio territorio. Nello specifico esercitano il controllo giuridico sulle borse e la vigilanza prudenziale sugli intermediari⁴⁹.

Per il monitoraggio delle operazioni borsistiche, che seguono il prezzo quotato in borsa, i *Börsenaufsichtsbehörden* sono competenti sulla base dell'ordinamento borsistico, delle condizioni generali della borsa e degli usi. Soltanto relativamente alle operazioni borsistiche, che non seguono i prezzi di borsa, il *BaFin*, vigila sul comportamento del mercato degli intermediari di borsa ai sensi del §31 e seg. della *Gesetz über den Wertpapierhandel*⁵⁰.

Una particolare vigilanza si affianca a quella del *BaFin* per le casse di risparmio di diritto pubblico (*die Sparkassen*) e per le banche regionali, le *Landesbank* ai sensi delle leggi sulle casse di risparmio dei *Länder* e della legge di costituzione delle *Landesbanken*. La particolare vigilanza sui fini, esercitata sulle casse di risparmio, è effettuata nella maggior parte degli stati membri su due livelli attraverso l'ente di vigilanza delle Casse di risparmio presso il presidente del governo e attraverso l'ente di vigilanza presso il ministero competente. Per le *Landesbanken* in alcuni casi intervengono altri enti superiori del Land.

Al *BaFin* sono affidati anche compiti di vigilanza sulle assicurazioni ai sensi della legge sulla vigilanza assicurativa secondo criteri simili alla vigilanza bancaria e finanziaria e con lo scopo di esercitare la protezione della totalità degli assicurati. Le disposizioni relative alla organizzazione della vigilanza assicurativa hanno un taglio comparabile a quelle della *KWG*. Invero le società di assicurazione devono ottenere una autorizzazione, le cui condizioni sono non molto lontane da quelle regolate dal § 32 della *KWG*.

Anche per società di assicurazione valgono le norme relative ai requisiti professionali dei dirigenti, a quelli patrimoniali mentre differenze emergono in riferimento alla natura propria delle società di assicurazione.

Le società di assicurazioni in alcuni casi esercitano attualmente anche attività bancaria. In quel caso verrebbero definiti istituti di credito ai sensi del paragrafo 1, comma 1 seconda frase, n. 2 della *KWG*. Per evitare che le società di assicurazione siano sottoposte ad entrambe le leggi sulla vigilanza, il § 2, comma 1 n. 4 della *KWG* le esclude espressamente dalla definizione di istituti di credito.

È opportuno evidenziare che il *BaFin* svolge, inoltre, ulteriori funzioni di vigilanza. Tra l'altro esercita ai sensi del § 5 comma 1 *Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)* la vigilanza sulle norme

⁴⁹ In aggiunta agiscono con il *BaFin* promuovendo l'attuazione di misure urgenti per il controllo del divieto dell'*inside trading* nell'ambito della loro vigilanza sulle borse.

⁵⁰ Si rinvia sul punto alle motivazioni del governo tedesco alla sesta novella alla *KWG*, <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/13/071/1307142.asc>.

previste dal codice sugli investimenti di capitale come anche ai sensi del § 3, capoverso 1 della *Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz* (ZAG) ricopre compiti di vigilanza sugli istituti di pagamento.

Come già evidenziato, il §7 della *KWG* stabilisce la suddivisione di compiti e le competenze del *BaFin* e della *Bundesbank* per quanto riguarda le funzioni di vigilanza⁵¹. La cooperazione tra *BaFin* e *Bundesbank* è inoltre definita nelle direttive sulla vigilanza (*Aufsichtsrichtlinie*) del 21 maggio 2013 modificate il 19.12.2016. Inoltre, il § 7, comma 2, frase 2 della *KWG* prevede la redazione di linee guida sulla supervisione da emettere in accordo con la *Bundesbank* al fine di dar vita ad una vigilanza armonizzata e di garantire una divisione dei compiti trasparente e certa.

In particolare, ai sensi del § 44 della *KWG* può richiedere informazioni su determinate questioni come la produzione di documenti.

Fatte salve ulteriori misure, la cooperazione comprende il monitoraggio costante degli istituti attraverso la *Bundesbank*. Il monitoraggio costante include la valutazione dei documenti presentati dagli istituti dei risultati dei controlli ai sensi del §26 della *KWG*.

Condizione di una vigilanza effettiva è l'obbligo di comunicazione alla autorità di vigilanza di determinate operazioni e la *Kreditwesengesetz* stabilisce che la raccolta e la valutazione delle comunicazioni degli istituti di credito competa alla *Deutsche Bundesbank*. Il *BaFin* ottiene le informazioni o direttamente oppure attraverso la *Bundesbank*.

L'autorità di vigilanza è dotata anche di poteri di regolamentazione con il consenso della *Bundesbank* e, sulla base della *KWG* emana provvedimenti quali *Anzeigenverordnung*, *Inhaberkontrollverordnung*, *Verordnungen zum Prüfungswesen*. Inoltre, dà interpretazioni della *Kreditwesengesetz* ed è dotato degli strumenti amministrativi di una autorità amministrativa. Invero ai sensi del § 6, comma 3 della *KWG* il *BaFin* può, "impartire provvedimenti alle istituzioni e ai loro dirigenti che sono appropriate e necessarie per prevenire o interrompere le violazioni delle disposizioni regolamentari o per prevenire o superare sviluppi indesiderati presso un'istituzione e che potrebbero mettere in pericolo la sicurezza dei beni affidati all'istituzione o compromettere il corretto svolgimento delle proprie attività bancarie o la fornitura di servizi finanziari. Il potere di emettere ordini di cui alla frase 1 si applica anche nei confronti di società di partecipazione finanziaria o società di partecipazione finanziaria mista, nonché nei confronti delle persone che gestiscono effettivamente l'attività di tali società."

Compete anche al *BaFin* il controllo e la valutazione della responsabilità nei confronti dei dirigenti per obblighi di dovuta diligenza ai sensi dei §§ 54a, 25a comma 4a, 25c commi 4 a, b e c della *KWG*.

La maggioranza delle misure di vigilanza si realizzano nel corso di procedure informali. Tra queste merita attenzione quella relativa al controllo della correttezza della amministrazione e alla competenza dei dirigenti degli istituti controllati. Il procedimento si chiude con la eventuale destituzione dei dirigenti degli istituti sottoposti a vigilanza.

Contro le misure del *BaFin* sono ammessi i rimedi giurisdizionali amministrativi per cui si applicano le disposizioni previste dai §§ 68 e ss. del codice di procedura amministrativo, il *Verwaltungsgerichtsordnung*⁵². Sulla legittimità delle sanzioni pecuniarie è ammesso ricorso al tribunale di Frankfurt/Mainz mentre contro le altre misure è ammesso ricorso ai sensi del § 43, comma 1 del *Verwaltungsgerichtsordnung*.

Si è in presenza di un impianto che nella sua complessità, soprattutto per l'alto livello di tecnicità, evidenzia l'interesse che l'ordinamento tedesco, in linea con l'approccio comunitario e con quello di altri Paesi, manifesta per un efficiente funzionamento del sistema bancario e finanziario. E quindi per la stabilità e l'evoluzione del sistema economico.

⁵¹ Cfr. § 7 della *KWG* (*Zusammenarbeit mit der Deutschen Bundesbank*).

⁵² *Verwaltungsgerichtsordnung* nella versione pubblicata il 19 marzo 1991 (in *BGBI*, I 686), modificato da ultimo dall'articolo 7 della legge del 12 luglio 2018 (in *BGBI*, I 1151).

4. Alcune valutazioni conclusive sul ruolo del BaFin

L'itinerario percorso ha consentito di individuare il quadro normativo finalizzato a determinare il ruolo del *BaFin* e i suoi rapporti con la BCE e la *Bundesbank* nella vigilanza sulla attività bancaria e finanziaria.

Ed è questo quadro normativo che consente di offrire alcune valutazioni conclusive sulle dinamiche attuative dell'autorità di vigilanza, utilizzando anche la documentazione prodotta dal *BaFin*⁵³.

Sulla base del Rapporto annuale 2018 pubblicato il 31 marzo del 2019 ad opera del gruppo Comunicazione⁵⁴, il settore di vigilanza bancaria del *BaFin* include nel 2018 la supervisione di 1.521 enti creditizi 59 dei quali sono stati classificati come istituzioni significative e pertanto direttamente controllate dalla BCE. Per la maggior parte delle istituzioni, le 1.407 meno significative (LSI), la vigilanza compete al *BaFin* in quanto autorità nazionale competente (NCA) nel contesto del meccanismo unico di vigilanza (MUV), e quindi solo indirettamente alla BCE. I restanti 55 istituti non rientrano nel MUV per cui la vigilanza spetta all'autorità nazionale tedesca⁵⁵.

Altrettanto rilevante è stato il ruolo del *BaFin* evidenziato dal Rapporto 2018 relativamente anche agli istituti bancari significativi.

Nel 2018 sono 59 i gruppi tedeschi e gli istituti esteri con una forte presenza in Germania sottoposti alla vigilanza diretta della BCE nell'ambito del sistema unico di vigilanza. Per ognuno di questi istituti bancari è stato costituito un team di vigilanza costituito da membri della BCE e delle autorità nazionali *BaFin* e *Bundesbank* (*Joint Supervisory Team*). I *teams* (*JST*) sono costituiti da un numero di componenti variabile in proporzione alla complessità dei gruppi bancari vigilati.

In questo contesto i membri del *BaFin* facenti parte del *Joint Supervisory Team* partecipano al processo di controllo e di valutazione il c.d. *Supervisory Review and Evaluation Process* (*SREP*) il cui compito ufficiale è la vigilanza microprudenziale con la quale si valutano i requisiti patrimoniali per ogni istituto.

Nel 2018 gli *JST* hanno dato vita ad una revisione della valutazione della redditività e dei modelli di business degli istituti significativi, esaminando la redditività e la sostenibilità dei piani d'impresa delle banche, ponendo al centro dell'analisi le strategie, e verificando, fra l'altro, se possano raggiungere i loro obiettivi a lungo termine.

Peraltro, la revisione era già iniziata negli anni precedenti con lo sviluppo della metodologia e degli strumenti, mentre nel 2017 i *Team* hanno realizzato analisi specifiche e hanno dato vita a valutazioni relazionandosi direttamente con le istituzioni. Tutto ciò ha consentito un confronto orizzontale dei parametri di riferimento per ottenere un controllo della qualità. Nel 2018, i *Team* hanno presentato le conclusioni preliminari alle banche nel corso delle consultazioni di vigilanza, informandole successivamente delle conclusioni finali, delle raccomandazioni e dei calendari per la loro attuazione. I risultati della revisione sono stati inclusi anche nello *Supervisory Review and Evaluation Process* del 2018⁵⁶.

Sulla base della revisione, le banche sono chiamate ad affrontare tutta una serie di sfide. Fra l'altro devono impegnarsi ad un esame dettagliato dei loro guadagni, ad una ripartizione dei costi

⁵³ Su questi aspetti si rinvia in modo dettagliato al Rapporto 2018 del *BaFin* pubblicato il 31 marzo del 2019 ad opera del gruppo Comunicazione del *BaFin*, in particolare *Aufsicht über Banken, Finanzdienstleister und Zahlungsinstituten*, in *Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, 2018, 65 ss.

⁵⁴ Cfr. *Aufsicht über Banken, Finanzdienstleister und Zahlungsinstituten*, in *Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, 2018, 65 ss.

⁵⁵ Tra queste rientrano le *Wertpapierhandelsbanken*, le succursali ai sensi del § 53 della *KWG* ed ulteriori istituti di credito.

⁵⁶ Su questi aspetti si rinvia in modo dettagliato al Rapporto 2018 del *BaFin* pubblicato il 31 marzo del 2019 ad opera del gruppo Comunicazione del *BaFin*, in particolare 72 ss.

tra attività commerciali e di distribuzione, alla fissazione dei loro margini di rischio di credito, in attuazione di una politica applicata in modo coerente. Agli istituti compete altresì di includere la gestione del rischio nella loro pianificazione aziendale, di valutare in modo critico le ipotesi di piano aziendale, collegandole alla propensione del rischio e all'*Internal Capital Adequacy Assessment Process (ICAAP)*, il processo interno che consente all'istituto finanziario di valutare in autonomia la propria adeguatezza patrimoniale e di coinvolgere nel processo di pianificazione anche le filiali significative⁵⁷. Il 18 settembre 2018 la BCE ha pubblicato una relazione sui risultati di tale revisione⁵⁸.

Comunque, nell'ambito dell'obiettivo di garantire il funzionamento, la stabilità e la integrità del mercato finanziario tedesco, il *BaFin* ha svolto una complessa attività di ricerca e di studio per affrontare la regolamentazione e la vigilanza dinanzi ai processi innovativi in atto.

Il *BaFin* dopo aver constatato che i quadri normativi dell'era post crisi, evidenziata nel 2008, si erano oramai definiti in quanto erano state individuate le nuove strutture europee e nel contempo i legislatori e le autorità di regolamentazione avevano determinato più rigorose linee guida, si è posto nella ricerca di nuove strategie nell'era della globalizzazione e della digitalizzazione.

A tal fine il *BaFin*, nell'agosto del 2018, ha determinato i caratteri fondamentali di questa strategia ed ha posto tre domande: 1) "come devono essere gestiti i cambiamenti del mercato che la digitalizzazione porta con sé nella prassi di vigilanza e nella regolamentazione?"; 2) "come può il *BaFin* garantire la sicurezza delle tecnologie e dei sistemi informatici innovativi e dei dati utilizzati dalle imprese controllate?"; 3) "in che modo lo stesso *BaFin* ha bisogno di adattarsi ed evolversi per soddisfare le esigenze della digitalizzazione in corso, sia internamente che nei suoi punti di interazione con il mercato?"⁵⁹.

Su questa base il *BaFin* ha aperto un confronto destinato a valutare le questioni strategiche ed i progetti normativi con i rappresentanti del settore finanziario, con il mondo accademico, la politica, i giornalisti, i rappresentanti di associazioni, oltre a quelle dei consumatori.

In questo ambito il dibattito ha riguardato soprattutto la valutazione del Rapporto elaborato dal *BaFin* su *Big Data trifft auf künstliche Intelligenz* del 15 giugno 2018⁶⁰ che ha consentito di evidenziare le rilevanti opportunità ma anche i rischi che le tecnologie innovative comportano per le imprese e per i consumatori.

Pertanto, c'è la consapevolezza che questi rischi devono essere riconosciuti e affrontati dalle autorità di vigilanza non solo a livello nazionale ma anche a livello europeo e globale⁶¹.

In questa prospettiva è da ritenere corretta la strategia di studio e di ricerca portata avanti dal *BaFin*, una strategia che affronta questioni sempre più complesse con un approccio sistemico che va oltre i campi tradizionali del diritto e dell'economia.

⁵⁷ Cfr. il Rapporto 2018 del *BaFin* pubblicato il 31 marzo del 2019 ad opera del gruppo Comunicazione del *BaFin*, 73.

⁵⁸ https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ssm.pr180918/ssm.pr180918_FAQ.en.html.

⁵⁹ Cfr. F. HUFELD, *Foreword*, in *BaFin Perspectives*, 1, 2019, 9.

⁶⁰ https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/dl_bdai_studie.html.

⁶¹ Sul punto si rinvia al *Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, 2018, 72 ss.