



LA RIFORMA DEL SISTEMA EUROPEO DI VIGILANZA SUL MERCATO FINANZIARIO

EDOARDO RULLI

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il nuovo sistema europeo di vigilanza. – 3. Lo European Systemic Risk Board (ESRB). – 4. Le nuove autorità (ESAs). – 4. Regolamenti istitutivi, composizione, funzionamento. – 5. Obiettivi e competenze. – 6. Il potere di emanare norme tecniche di regolamentazione e di attuazione. – 7. Poteri di enforcement in caso mancata attuazione o violazione del diritto dell'Unione. – 8. Intervento in situazioni di emergenza. – 9. Potere di risoluzione delle controversie tra autorità nazionali. – 10. I poteri specifici dell'ESMA. – 11. Agenzie di rating del credito. – 12. Una nuova vigilanza bancaria?

1. La crisi finanziaria iniziata nella seconda metà del 2007, e tuttora in corso, ha gravemente danneggiato l'economia mondiale e minato la credibilità della maggior parte dei sistemi e delle autorità di vigilanza¹. Le cause della crisi sono molteplici. Fra esse alcuni autori annoverano l'eccessivo ricorso al credito dovuto a tassi di interesse molto bassi per lunghi periodi di tempo², l'eccessivo indebitamento di molte istituzioni finanziarie, l'esistenza di "bolle" speculative³ nel settore immobiliare, in quello delle materie prime e nei mercati azionari⁴.

¹ L. ENRIQUES, *Regulators' Response to the Current Crisis and the Upcoming Reregulation of Financial Markets: One Reluctant Regulator's View*, in 30 *U. Pa. J. Int. Law*, 2009, p. 1147 ss.

² Si veda il Rapporto de Larosière del 25 febbraio 2009, di cui si parlerà più diffusamente *infra*: "L'abbondante liquidità e i bassi tassi di interesse sono tra i principali fattori all'origine della crisi in corso, ma l'innovazione finanziaria ha amplificato e accelerato le conseguenze dell'eccesso di liquidità e della rapida espansione del credito [...]. D'altro canto, il basso tasso dei tassi di interesse statunitensi ha contribuito a creare una diffusa bolla edilizia. Alimentata da prestiti ipotecari non regolamentati o insufficientemente regolamentati e da complesse tecniche di finanziamento delle cartolarizzazioni". Si veda anche A. TARANTOLA, *La vigilanza europea: assetti, implicazioni, problemi aperti*, Lezione del Vice Direttore della Banca d'Italia al Master in Diritto Amministrativo e Scienze dell'Amministrazione dell'Università degli studi di Roma Tre, Roma, 8 aprile 2011, p. 2: "A livello micro, bassi tassi di interesse, favoriti da una politica monetaria fortemente espansiva, hanno assecondato in alcuni paesi un elevato indebitamento delle famiglie soprattutto per l'acquisto di abitazioni; ne sono conseguiti rilevanti incrementi dei prezzi degli immobili, poi rivelatisi non sostenibili."

³ V. CALDERAI, *A che punto è la notte, guardiano? Tutela del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza nel tempo della "fine della finanza"*, nota a Cassazione civile del 23 marzo 2011, n. 6681, in *Resp. civ. e prev.*, 2011, 7-8, p. 1517; J. CROTTY, *Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'*, *Cambridge Journal of Economics*, 2009, Vol. 33, Issue 4, p. 563. L'autore riflette sull'irrazionalità della determinazione del prezzo dei cosiddetti titoli tossici. Essi, in molti casi, venivano collocati sul mercato allo stesso prezzo di normali obbligazioni, al pari di queste avevano spesso dei rating molto favorevoli (tripla A) pur promettendo remunerazioni molto più elevate. Secondo l'autore ciò avrebbe dovuto almeno ingenerare il



I primi fenomeni critici, capaci di colpire la finanza globale, si sono verificati negli Stati Uniti nel 2006, ma la reale portata della crisi è emersa solo nel corso dell'agosto del 2007. Nel 2008, la crisi originata negli USA e rapidamente sbarcata nel Regno Unito, ha iniziato a riguardare anche l'Europa continentale che, in un primo momento, era apparsa meno esposta al contagio⁵.

Si può affermare che le cause della crisi, così come le modalità attraverso le quali essa si è propagata, siano note⁶. In ogni caso, un'indagine di questo tipo esulerebbe dai propositi di questo lavoro. Ciononostante, una brevissima ricognizione degli accadimenti degli ultimi cinque anni (2007-2012) può essere utile per comprendere quale impatto la crisi abbia avuto sull'Unione Europea e, di conseguenza, sull'ordinamento della stessa.

La cronologia della crisi globale dei mercati finanziari è stata semplificata da alcuni autori⁷, fino all'individuazione di tre fasi principali.

La prima fase della crisi, quella dei "titoli tossici"⁸, ha avuto inizio negli Stati Uniti e si è diffusa in Europa attraverso quelle imprese di investimento per le quali questo tipo di strumenti finanziari, ad alto rendimento e ad alto rischio⁹, rappresentava una quota

dubbio della reale bontà di quei titoli negli investitori istituzionali e avrebbe dovuto indurre le autorità di vigilanza finanziaria ad intervenire.

⁴ E. WYMEERSH, *The institutional reforms of the European Financial Supervisory System - an interim report*, Financial Law Institut, University of Gent, gennaio 2010, p. 1.

⁵ G. SICILIANO, *150 anni di borsa in Italia: uno sguardo d'insieme*, in *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, Consob, Maggio 2011, pp. 28-29 disponibile su www.consob.it.

⁶ C. DI NOIA, MICOSI, CARMASSI, PEIRCE, *Keep It Simple: Policy Responses to the Financial Crisis*, 24 marzo 2009, CEPS Paperbacks, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1368164>; Si veda anche: The Turner Review, *A regulatory response to the global banking crisis*, marzo 2009, disponibile su http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf e BAKER, *The housing bubble and the financial crisis*, Center for Economic and Policy Research, real-world economics review, issue no. 46, 2008.

⁷ F. SACCOMANNI, *L'Unione Europea di fronte alla crisi globale: le implicazioni per le banche, la finanza e la politica economica*, Intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia al Bundesministerium der Finanzen, Berlino, 8 febbraio 2011. Disponibile su www.bancaditalia.it, 2. Altri, naturalmente, suddividono gli eventi critici secondo un diverso ordine di progressione cronologica. Interessante, in tal senso, l'analisi di M. MESSORI, *Capire la crisi finanziaria per uscirne*, paper presentato Assemblea annuale di EFAMA, ad Atene (Grecia) il 18-19 giugno 2009. In tale sede, l'Autore individua cinque diverse fasi della crisi mediante il riferimento a specifici eventi ritenuti "cruciali": (i) l'esplosione dei rischi di liquidità e di controparte e il connesso processo di *deleveraging*; (ii) i limiti dell'acquisizione di Bear Stearns; (iii) i fallimenti della regolamentazione e gli interventi pubblici *ad hoc* nei casi che vanno dall'uscita dal mercato di *Lehman Brothers* ai salvataggi di *Fannie e Freddie* e di *AIG*; (iv) i controversi tentativi di realizzare programmi pubblici sistematici; (v) e le ripetute oscillazioni fra l'introduzione di cambiamenti radicali e il ritorno allo *status quo ante*.

⁸ C.R. WHALEN, *The Subprime Crisis: Cause, Effect and Consequences*, Networks Financial Institute, Policy Brief No. 2008 -PB-04, 1 marzo 2008, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1113888>; M. RISPOLI FARINA, *La crisi dei mercati finanziari e la riforma del sistema di vigilanza. Europa ed USA in bilico tra politiche di salvataggio e prospettive di effettiva riforma*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Cedam, 2010, p. 1213.

⁹ Su tutte ha avuto molto risalto la vicenda dei c.d. mutui *subprime*. In estrema sintesi, alcune banche d'investimento acquistano i mutui erogati dagli istituti di credito e li riuniscono in un fondo sul quale emettono titoli obbligazionari garantiti: *Asset Backed Securities* (ABS). Gli ABS vengono a loro volta cartolarizzate e i mutui relativi sono suddivisi in tre classi: "assolutamente sicuri", "sicuri" e "a rischio", cui corrispondono



importante dell'attività di intermediazione finanziaria. La diffusione di tali titoli è avvenuta specialmente attraverso: “una rete di veicoli creati appositamente per commercializzare questi prodotti. Questa rete è divenuta col tempo un vero e proprio sistema bancario ombra¹⁰ operante al di fuori della supervisione delle autorità di vigilanza”¹¹.

Come è stato osservato, la scintilla della crisi può ricondursi anche ad alcune – ormai note – innovazioni finanziarie capaci di trasferire il rischio di credito, connaturato al rapporto tra mutuante e mutuatario, sul mercato¹². Si è trattato di una fase della crisi in cui hanno sofferto molto le imprese bancarie¹³ che, come noto, hanno dovuto richiedere interventi di sostegno da parte dei governi¹⁴.

La seconda fase della crisi, iniziata nel 2009, si è caratterizzata per la forte recessione di tutte le attività economiche¹⁵, non solo finanziarie. Per contrastare la recessione, la politica monetaria della BCE è divenuta fortemente espansiva e misure di sostegno fiscale sono state introdotte in quasi tutti i paesi della UE¹⁶. I paesi dell'Unione europea con la maggiore solidità dal punto di vista dei conti pubblici (come la Germania) sono riusciti a fronteggiare la crisi e, a partire dal 2011, sono stati in grado di intraprendere nuovi percorsi di crescita attraverso misure di sostegno all'economia reale.

altrettante classi di titoli obbligazionari (*Collateralized Debt Obligations*: CDO). Coloro che hanno acquistato titoli della prima categoria vengono retribuiti con precedenza su quelli che hanno acquistato titoli della seconda categoria, e questi ultimi con precedenza su quelli della terza. Per altro verso, gli acquirenti dei titoli appartenenti alla terza categoria, meno garantiti investitori istituzionali con alta propensione al rischio: soprattutto *hedge funds*, ma anche banche, fondi d'investimento e assicurazioni percepiscono interessi considerevolmente più elevati.

¹⁰ In questi termini si esprime anche A. TARANTOLA, *op. cit.*, 3. Si veda anche T. ADRIAN, *Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 382, Luglio 2009, in particolare, 11; e HSU, JASON, MOROZ, MAX, *Shadow Banks and the Financial Crisis of 2007-2008*, novembre 2010, in *The banking crisis handbook*, 39-56, a cura di Greg Gregoriou, CRC Press, 2009. Disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1574970>.

¹¹ F. SACCOMANNI, *op. cit.*.

¹² N. MOLONEY, *EU Financial Market Regulation After a Global Financial Crisis: “More Europe” or More Risks?*, in *Common Market Law Review*, 47, 2010, Kluwer Law International, pp. 1318-1319.

¹³ Si consideri che negli Stati Uniti d'America, dall'agosto 2007 alla fine del maggio 2009, la *Federal Deposit Insurance Corporation* (l'ente che gestisce il sistema di garanzia dei depositi negli Stati Uniti d'America) è stata incaricata della liquidazione di ben sessantatré banche commerciali. I dati sono disponibili sul sito dell'ente (www.fdic.gov).

¹⁴ Si pensi – con riferimento all'Europa – alla nazionalizzazione della Banca Northern Rock, su cui P. MOTTURA, *Lo strano caso di Northern Rock*, in *Banca impresa società*, XXIX, 2010, n. 1, p. 19 ss.

¹⁵ G. ROSSI, *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Riv. soc.*, 2009, 05, 929. L'Autore fa riferimento a J.E. STIGLITZ, *Obama's Ersatz Capitalism*, in *International Herald Tribune*, 2 aprile 2, 2009, p. 8: “*It is ersatz capitalism, the privatizing of gains and the socializing of losses*”.

¹⁶ F. SACCOMANNI, *op. cit.*. Secondo l'Autore: “*In questa fase l'economia italiana è stata fra quelle più colpite. Il prodotto interno lordo è diminuito in Italia del 5 per cento, contro il 4,7 in Germania, il 2,5 in Francia, il 3,7 in Spagna e il 4,9 nel Regno Unito... D'altra parte, l'elevato debito pubblico non ha consentito all'Italia di introdurre misure di stimolo all'economia come in altri paesi?*”.



La terza fase della crisi, nella quale la UE ancora si trova, ha avuto inizio con la “scoperta” della grave situazione della finanza pubblica in Grecia all’inizio del 2010 e con il contagio che si è rapidamente esteso a gran parte del mercato del debito sovrano europeo. Nonostante le misure assunte dalla BCE, dagli Stati membri dell’Unione Economica e Monetaria e dall’Unione europea stessa, le tensioni continuano a manifestarsi, alimentate da speculazioni finanziarie che ipotizzano la bancarotta di questo o quello Stato sovrano, la scomparsa dell’Euro, la fine dell’UE. La differenza di questa terza fase rispetto alle precedenti è che l’impatto degli eventi critici è stato – e continua ad essere – diverso da paese a paese. I tassi di interesse sui titoli di Stato sono diminuiti in Germania e sono aumentati a livelli *record* in Grecia, Portogallo, Irlanda, Spagna e, dalla seconda metà del 2011, in Italia.

Questa recente esperienza dimostra che il diritto dell’Unione europea, pur avendo giocato un ruolo fondamentale nella creazione di un mercato unico – anche dei servizi finanziari, bancari e assicurativi –, non si è dotato di strumenti adeguati a prevenire e gestire questo tipo di fenomeni.

Eppure, l’influenza del diritto dell’Unione sul diritto interno in materia di mercati finanziari è stata decisiva, soprattutto nell’ultima decade. A conferma di tale assunto, basti ricordare che la dottrina italiana, con riferimento alle iniziative regolamentari dell’Unione in questo ambito dell’ordinamento, ha parlato di “*alluvione normativa*”¹⁷ e di “*incessante opera del legislatore comunitario*”¹⁸. Negli ultimissimi anni questo *trend* ha addirittura conosciuto un’accelerazione. E’ dunque legittimo domandarsi il motivo per cui le misure volute dal legislatore europeo non si siano rivelate adeguate a fronteggiare la crisi. Qualcuno individua la causa del problema nella nota dicotomia tra sistema di regolazione e sistema di vigilanza finanziaria¹⁹. Fino a tempi molto recenti, la vigilanza sul mercato finanziario era affidata esclusivamente alle autorità degli Stati membri, mentre la regolazione (salvo rari casi) era quasi interamente demandata al legislatore europeo²⁰. Tale incongruenza comprometteva l’efficacia della vigilanza sul mercato unico dei servizi finanziari: basti pensare agli effetti dello scarso coordinamento tra autorità degli Stati membri negli ultimi anni di crisi di dimensione globale.

La riforma della struttura della vigilanza europea è forse destinata a correggere, o almeno a ridimensionare, questa incoerenza di fondo nel segno di una maggiore, e forse migliore, integrazione tra ordinamenti. L’integrazione tra ordinamenti finanziari degli Stati

¹⁷ G. ROSSI, *Il gioco delle regole*, Milano, Adelphi, 2006.

¹⁸ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Milano, 2010, p. 18.

¹⁹ Cfr. sul punto le recenti riflessioni di S. AMOROSINO, *I sistemi di vigilanze pubbliche sui mercati finanziari: dai Modelli all’effettività*, in *Bankpedia Review*, Vol. 2, *Special issue 1 - Sovereign Risks and Regulation*, 2012, p. 104.

²⁰ E. MONACI, *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, Milano, 2007, 201. Si veda anche S. SCREPANTI, *La dimensione ultrastatale delle autorità indipendenti: i “sistemi comuni” europei e globali*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.* 2009, 05, p. 913 e, in generale, in tema di regolazioni differenziate e asimmetriche S. CASSESE, *Dalle regole del gioco al gioco con le regole*, in *Lo spazio giuridico globale*, 2003, p. 124 ss.; S. CASSESE, *L’arena pubblica. Nuovi paradigmi per lo Stato*, in *Riv. trim. dir. pub.*, 2001, p. 601 ss.



membri non è, certamente, una novità. In una prospettiva storica, si può sostenere che il processo di integrazione europea nel settore finanziario²¹ sia passato attraverso l'utilizzo di quattro strumenti principali²². Si tratta di tecniche di legislazione che possono definirsi "classiche" per il diritto comunitario (oggi, dell'Unione), che hanno trovato largo impiego anche in altri settori di intervento del legislatore comunitario: (i) l'apertura del mercato; (ii) l'armonizzazione minima²³; (iii) il mutuo riconoscimento²⁴; e (iv) la vigilanza basata sul principio dell'*home country control*²⁵.

Per quanto interessa la disciplina dei mercati finanziari, è indubbio che principi²⁶ quali il mutuo riconoscimento²⁷ ed *home country control* abbiano consentito alle autorità

²¹ J. DERMINE, *European banking integration, ten years after*, in *European Financial Management*, Wiley Blackwell Ltd, vol. 2, Issue 3, pp. 331-353 e M. HALL, *The regulation and supervision of banks*, in *The international handbook on financial reform*, Edward Elgar Publishing, 2003, p. 216.

²² Z. KUDRNA, *The EU Financial Market Policy: Evolution, Innovation and Research Outlook*, Institute for European Integration Research, Working Paper Series, n. 4, 2009, p. 5.

²³ J. HERRING, R. E. LITAN, *Financial regulation in the global economy*, Brookings Institution Press, 1995, p. 7. Gli Autori già nel 1995, con riferimento all'armonizzazione, specificavano: "*When we speak about harmonization, however, we do not refer to a single concept, but rather to the continuum of efforts by which countries take account of the policies of other countries*". Per gli aspetti legati esclusivamente al tema dell'armonizzazione del mercato unico si veda: S. BASTIANON, *Integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MiFID e la recente normativa italiana di recepimento*, in *Dir. Un. Eur.*, 2008, 02, p. 255.

²⁴ Mutuo riconoscimento e armonizzazione delle disposizioni nazionali vengono spesso richiamati insieme, come se si trattasse di un'endiadi. Fra i due strumenti esiste, tuttavia, una differenza strutturale. Mentre l'armonizzazione è uno strumento di integrazione "positiva" che consiste nel ravvicinamento delle disposizioni nazionali, il mutuo riconoscimento è uno strumento di integrazione "negativa" perché opera attraverso la disapplicazione delle disposizioni nazionali che determinano una compressione delle libertà fondamentali del mercato unico. Si vedano M. TISON, *Conduct of business rules and their implementation in the EU Member States*, in *Capital Markets in the Age of the Euro*, a cura di Ferrarini, Hopt, Wymeersch, Kluwer International Law, 2002, p. 90. J.M. SUN e J. PELKMANS, *Regulatory competition in the single market*, in *Journal of common market studies*, 1995, 69 : "*There are, in principle, two distinct principles of mutual recognition. The judicial principle emerged from Cassis de Dijon case law [...]. In 1985, the White paper on completing the internal market introduced mutual recognition as regulatory principle: approximation of law was purposefully limited to the essential requirements, beyond which mutual recognition would henceforth apply*". Per la definizione di mutuo riconoscimento nel campo dei "servizi" si veda anche J. PELKMANS, *Mutual recognition in goods and services: an economic perspective*, in *The principle of Mutual Recognition in the European Integration process*, a cura di Fiorella, Kostoris, Padoa Schioppa, Roma, 2002, p. 17: "*...the notion of judicial mutual recognition. A member state cannot normally prohibit the provision, in its own territory, of a service lawfully provided in another member state, even if the conditions in which it is provided are different in the country where the service provider is established*". G. GODANO, *Le nuove proposte di riforma della vigilanza finanziaria europea*, in *Dir. Un. Eur.*, 2010, 1, p. 75.

²⁵ Cfr. E. MONACI, *op. cit.*, 201-202. Si veda anche E. LOMINCKA, *The home country control in the financial services directives and the case law*, in *E.B.L.R.*, 2000, 324-336, il quale Autore, forse erroneamente, utilizza indifferentemente i termini *mutual recognition* and *home country control* come se fossero sinonimi. In realtà i due concetti sono diversi e, a ben vedere, l'uno (il mutuo riconoscimento) è presupposto dell'altro (*home country control*). S. SCREPANTI, *op. cit.*, p. 920. Cfr. anche L. TORCHIA, *Concorrenza tra ordinamenti e diritto amministrativo nell'ordinamento europeo*, in *La concorrenza tra ordinamenti giuridici*, a cura di A. Zoppini, Laterza, 2004, p. 109 ss.

²⁶ Il fatto che mutuo riconoscimento e *home country control* possano essere definiti "principi" è discusso in dottrina. Si veda, a tale proposito, M. ANDENAS, *Harmonising and Regulating Financial Markets*, in *Theory and*



nazionali di sviluppare un primigenio sistema di vigilanza “integrata” a livello europeo. Ciò è stato possibile anche grazie alla dottrina dell’equivalenza che consente di riconoscere come valide ed efficaci le regole e gli atti prodotti negli altri nazionali Stati membri dell’UE.

Tuttavia, l’uso delle richiamate tecniche di armonizzazione non ha mai posto efficace rimedio ad alcuni problemi strutturali del sistema. Il dibattito europeo in tema di coordinamento tra ordinamenti nel campo dei mercati finanziari può essere retrodatato al luglio 2000, quando la constatazione delle carenze strutturali del sistema di regolazione e vigilanza indusse il Consiglio dei Ministri dell’economia e delle finanze dell’Unione a conferire ad un comitato di saggi, presieduto dal barone Alexandre Lamfalussy, l’incarico di valutare tali carenze e proporre contromisure.

Come è noto, la soluzione ideata dal comitato suggerì di articolare il processo di formazione ed applicazione del diritto europeo su quattro livelli²⁸. La procedura era guidata

Practice of Harmonisation, a cura di Andenas e Andersen, Edward Elgar Publishing, 2010, disponibile su http://works.bepress.com/mads_andenas/7, p. 24. L’Autore ricorda che “*The European Court of Justice has made clear that these concepts are ways of giving effect to free movement but remain concepts of secondary legislation (directives) and do not have any ‘constitutional’ character*”. Si veda al riguardo il caso C-233/94 Germania c. Parlamento Europeo e Consiglio.

²⁷ E’ opportuno ricordare come il mutuo riconoscimento sia il frutto di un’elaborazione giurisprudenziale della Corte di Giustizia CE emersa a fronte del divieto di restrizione alla libera circolazione delle merci. Il caso che ha dato l’avvio a tale orientamento è il notissimo *Cassis de Dijon* (120/78). Traslato sul terreno della prestazione dei servizi, il principio indicato comporta che un servizio legittimamente erogato nel territorio di uno Stato membro, può essere offerto alle medesime condizioni negli altri Stati membri, nei confronti dei quali esiste un divieto di imporre ulteriori condizioni – restrittive – alla prestazione del servizio stesso, si veda NICOLIN, *Il mutuo riconoscimento tra mercato interno e sussidiarietà*, Padova, 2005, 5-6. I. SABATELLI, *La supervisione sulle banche*, Cedam, 2009, p. 100.

²⁸ Al primo livello si prevedeva l’elaborazione di un atto legislativo (di solito una direttiva da adottare attraverso la procedura di co-decisione), contenente i principi della materia da disciplinare. Il secondo livello era rappresentato dall’approvazione di misure di attuazione, da parte della Commissione europea, dell’atto legislativo di primo livello. Si tratta delle c.d. “*technical implementing measures*” attuate attraverso il ricorso alla tecnica della comitologia e alla consultazione pubblica. Il terzo livello consisteva in una cooperazione rafforzata, coordinata dai cosiddetti “comitati Lamfalussy” (o “comitati di terzo livello”), volta a garantire il recepimento uniforme delle disposizioni adottate dai primi due livelli. Al quarto livello, infine, si poneva l’attività di controllo della Commissione europea sul rispetto delle regole dettate dai livelli precedenti. Gli strumenti della Commissione – per quanto concerne il quarto livello – erano quelli tipicamente utilizzati nei casi di mancata, inesatta o incompleta trasposizione delle misure di diritto dell’Unione europea negli Stati membri (richiami e procedure di infrazione). Cfr. L. GIANI, *Il ruolo della politica e del diritto nel processo di riforma della struttura europea di supervisione finanziaria*, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, Pacini, Gennaio-Febbraio 2011, 15. Sulla comitologia si veda M. SAVINO, *I comitati dell’Unione europea: la collegialità amministrativa negli ordinamenti composti*, Giuffrè, Milano, 2005. Per maggiori riferimenti: A. ANTONUCCI, *La vigilanza bancaria nell’Unione europea: fra cooperazione e metodo Lamfalussy*, in *Studi in onore di P. Schlesinger*, Milano 2004; N. MOLONEY, *New frontiers in EC capital markets law: from market construction to market regulation*, in *Common Market Law Review*, 2003, VI, p. 809; S. SCREPANTI, *op. cit.*, p. 913 ss. E. WYMEERSH, *The reforms of the European Financial Supervisory System – An Overview*, in *European Company and Financial Law Review*, 2010, Volume 7, Issue 2, pp. 240–265. Sul ruolo dei comitati nel diritto comunitario – e non solo – dei mercati finanziari si veda M.C. MALAGUTI, *Crisi dei mercati finanziari e diritto internazionale*, Milano, 2003, p. 120. F. DIALTI, *Main Differences and similarities Between Standards and Legal Rules in the Area of Financial Regulation*, 2005, Euredia, p. 349 e A. CROCKETT, *Le marché des*



dall'azione dei comitati di “terzo livello”²⁹ ed era finalizzata a rendere armonica e coordinata la produzione normativa in tema di mercato bancario, mobiliare e assicurativo. Il metodo Lamfalussy innovò profondamente il processo di formazione della legislazione europea. L'iter di approvazione delle direttive e il loro recepimento negli Stati membri divenne più rapido, sia perché l'attività consultiva dei comitati era preziosa in sede di elaborazione delle disposizioni, sia perché la presenza di meccanismi di consultazione con gli operatori del mercato favoriva la predisposizione di regole più condivise³⁰.

Tuttavia, anche il metodo Lamfalussy presentava anche elementi discutibili. Alcuni critici ne hanno evidenziato la scarsa democraticità, poiché nel processo di elaborazione e approvazione delle regole non era previsto nessun potere di intervento sostanziale per il Parlamento europeo e, in ogni caso, in sede di trasposizione delle norme, i Parlamenti degli Stati membri non avevano spazio di manovra (dovendo astenersi il più possibile dall'aggiungere regole nazionali a quelle concordate a livello europeo)³¹. Altri critici si sono

capitaux européens vu par un acteur international, Aprile 2007, *Revue d'économie financière*, pp. 161 – 168. Sulla consultazione degli interessi nei processi decisionali comunitari si veda D.U. GALETTA, *Trasparenza e governance amministrativa nel diritto europeo*, in *Riv. It. Dir. Pub. Com.*, n. 2, 2006, p. 265 e, ancora, A. ALBERICI e P. BILANCIA, *Tutela del risparmio, Authorities, Governo societario*, a cura di Bilancia e Rivolta, Milano, 2008, p. 8: “Uno degli aspetti maggiormente evidenziato per la promozione di questo processo è rappresentato dalla prospettata consultazione degli interessi che costituisce, per l'appunto, un canone basilare della better regulation europea: al primo livello la Commissione ha stabilito un meccanismo per vagliare i punti di vista degli operatori del mercato e degli utenti finali (compagnie, investitori e consumatori) attraverso consultazioni aperte e sistematiche. Al secondo livello, il CESR è impegnato a consultare, ad ogni stadio del processo, gli operatori del mercato, i consumatori, gli utenti finali con modalità aperte e trasparenti”. Collaborazione e consultazione previa degli stakeholder si inseriscono nel tema della c.d. better regulation. Si veda ancora I. SABATELLI, *op. cit.*, p. 144 e la Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni recante “Esame strategico del programma per legiferare meglio nell'Unione europea” COM(2006) 690, 4.

²⁹ Si trattava del CESR (*Committee of European Securities Regulation*), del CEBS (*Committee of European Banking Supervision*) e del CEIOPS (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*). Così come il CESR, anche il CEBS (*Committee of European Banking Supervisors*) per il settore bancario e, per il settore assicurativo/pensionistico il CEIPOS (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*) sono stati assorbiti dalle nuove autorità di vigilanza europee di cui si parlerà *infra*. Per un'analisi si veda: S. SCREPANTI, *op. cit.*, p. 913 ss.

³⁰ A riprova di ciò è sufficiente richiamare alcuni provvedimenti, adottati con il metodo Lamfalussy, che si sono rivelati fondamentali nella costruzione del nuovo assetto regolamentare del mercato finanziario europeo. Si pensi, in particolare, alla direttiva c.d. “market abuse” n. 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003 relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, alla direttiva “prospetto” n. 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003 relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, alla direttiva “transparency” n. 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2004 sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e, infine, alla direttiva “MiFID” n. 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

³¹ Si veda, ancora, I. SABATELLI, *op. cit.*, p. 144 e M. CAROZZI, *Il metodo Lamfalussy: regole e vigilanza del mercato finanziario europeo. Opportunità, limiti e nuove soluzioni*, Bancaria Editrice, Roma, 2007, 20 ss.



concentrati sul ruolo dei comitati di terzo livello, contestando che gli stessi, pur elaborando precetti di carattere non vincolante, finissero con il dettare regole che poi venivano recepite dai legislatori nazionali senza che vi fosse un reale “controllo” parlamentare. La questione ha radici antiche e si inserisce nel più ampio dibattito sulla legittimità democratica dello strumento della “comitologia” nell’elaborazione di norme generali e astratte³². Il metodo Lamfalussy ha, peraltro, ricevuto anche censure di segno opposto. Alcuni Autori hanno individuato una delle carenze del metodo proprio nel carattere non direttamente vincolante delle linee guida elaborate dai comitati di terzo livello³³. In altri termini, uno dei *deficit* del metodo andrebbe rintracciato nella natura di strumento di *soft law*, ovvero di strumento che necessita un recepimento formale ed ulteriore da parte degli Stati membri attraverso provvedimenti di carattere legislativo o regolamentare³⁴.

Le carenze che si sono evidenziate hanno creato i presupposti per porre nuovamente in discussione la struttura del processo decisionale europeo in materia di mercati finanziari. Tuttavia, solo con l’avvento della crisi finanziaria del 2007 la questione è divenuta nuovamente centrale nel dibattito politico. Peraltro, l’intervento della crisi, ha fatto sì che l’approccio al problema della regolazione finanziaria si spostasse dal “come regolare” al “come vigilare”. L’attenzione del legislatore europeo e di quelli nazionali, nell’ultimo lustro, si è concentrata più sull’adozione di meccanismi coordinati di vigilanza volti a consentire una migliore applicazione delle regole piuttosto che sulle modalità attraverso le quali creare nuove regole. In particolare, si è detto come sia ormai chiaro che uno dei problemi principali risiede nelle difficoltà che un sistema di vigilanza frammentato deve affrontare in un contesto sovranazionale, soprattutto perché un’attività di vigilanza condotta su base nazionale non può che rivelarsi inidonea a prevenire e gestire crisi di natura sistemica. La questione è stata ufficialmente posta al centro del dibattito dalla Commissione europea, la quale, nell’ottobre del 2008, ha dato mandato a un gruppo di esperti indipendenti, presieduto da Jacques de Larosière, a presentare proposte di riforma del sistema di coordinamento dell’attività di regolazione e vigilanza finanziaria³⁵.

³² In particolare, su questo punto, si è dimostrata molto critica la dottrina tedesca. Cfr. T.M.J. MOLLERS, *Sources of law in European Securities regulation – Effective regulation, soft law and taxonomy from Lamfalussy to De Larosiere*, in *European Business Organization Law Review*, 2010, Vol. 11., II, pp. 379-497: “It remains a substantially open question whether statements of the CESR can have, beyond their de facto normative effect, some form of weakened legally binding effect. Indeed, the CESR’s guidelines and recommendations can be distinguished positively from non-binding soft law, inasmuch as they produce legal effects”.

³³ In questi termini G. GODANO, *op. cit.*, 75. Cfr. anche E. SCREPANTI, *op. cit.*, p. 920: “Il problema fondamentale delle regole di terzo livello, previste dalla procedura Lamfalussy, risiede nella circostanza che si tratta di semplici linee guida, prive di effetti giuridici vincolanti...”.

³⁴ E. WYMEERSH, *op. cit.*, 247. E. FERRAN, *Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision*, Paper no. 29, maggio 2011, p. 14. Si veda anche E. FERRAN, K. ALEXANDER, *Can soft law bodies be effective? Soft systemic risk oversight bodies and the special case of the European systemic risk board*, working paper, 2010, disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1676140

³⁵ F. SACCOMANNI, *Attività conoscitiva nell’ambito dell’esame della Comunicazione della Commissione Europea sulla vigilanza finanziaria europea*, Audizione del Direttore Generale della Banca d’Italia alla Commissione VI della Camera dei Deputati (Finanze), 15 settembre 2009, p. 3. Disponibile su www.bancaditalia.it



L'assunto da cui ha mosso il gruppo de Larosière nell'elaborazione delle sue proposte viene ravvisato nella necessità, per l'Unione europea, di dotarsi di strumenti di coordinamento della vigilanza fra Stati membri più incisivi ed efficaci³⁶.

Oltre all'asimmetria tra regolazione (europea) e vigilanza (nazionale), il Rapporto de Larosière individua altre deficienze specifiche della vigilanza europea. In primo luogo, in relazione agli aspetti macroprudenziali della crisi, il Rapporto sottolinea come non sia più sufficiente un'attività di vigilanza microprudenziale basata esclusivamente sull'*home country control* e sul coordinamento fra autorità. Secondo i redattori del Rapporto, l'esperienza economica dimostra che esistono fattori di rischio di carattere generale che sfuggono ai controlli delle singole autorità degli Stati membri e che possono essere gestiti solo attraverso un maggiore coordinamento a livello europeo. Si tratta del c.d. "rischio sistemico", che si manifesta in occasione di una contestuale esposizione di molte istituzioni finanziarie agli stessi fattori di rischio³⁷. Per fronteggiare questo problema, il Rapporto ha proposto l'istituzione di un comitato europeo per la stabilità finanziaria cui affidare il compito di vigilare per prevenire i possibili elementi di crisi nel funzionamento dei mercati e degli intermediari. In secondo luogo, il Rapporto ha evidenziato i limiti strutturali dei comitati Lamfalussy di terzo livello raccogliendo alcune delle già richiamate perplessità della dottrina. In particolare, le critiche hanno riguardato la scarsa effettività delle decisioni – non vincolanti – assunte dai comitati stessi, discendente anche dalla natura *solo* volontaria della cooperazione fra autorità di vigilanza degli Stati membri. Al fine di correggere le mancanze del sistema di vigilanza europeo, il Rapporto ha proposto che i tre comitati di terzo livello (CEBS, CEIOPS e CESR) fossero trasformati in vere e proprie autorità, secondo il modello delle agenzie europee³⁸.

³⁶ Nonostante il fatto che, nel corso degli ultimi due decenni, la regolazione dei mercati finanziari sia stata elaborata, in misura progressivamente crescente, a livello comunitario, il Rapporto sottolinea come non siano state affidate corrispondenti funzioni di supervisione a livello europeo. E. FERRAN, *op. cit.*, p. 2: "Most of the big decisions about the shape and content of the rules governing financial market activity in Europe are now taken at the EU level and the domestic laws of Member States (MSs) have been relegated to an increasingly secondary role. This has not been matched by a simultaneous centralisation of supervisory responsibility." Per considerazioni analoghe si veda anche K. ALEXANDER, *Reforming European financial supervision: adapting EU institutions to market structures*, in ERA-Forum, Volume 12, Number 2, pp. 229-252.

³⁷ Fra i primi a pensare ad una supervisione macroprudenziale affidata all'Unione (con contestuale affidamento della vigilanza microprudenziale alle autorità nazionali), si vedano M. ANDENAS e L. PANOURGIAS, *Applied Monetary Policy and Bank Supervision by the ECB*, in *International Monetary Law and Financial Law in the New Millennium*, a cura di Norton J.J. e Andenas M., Londra, British Institute of International and Comparative Law, 2002, pp. 119-170. Il tema veniva affrontato nello specifico a p. 130 nel paragrafo "Default Supervision of Central Banks".

³⁸ Si veda ancora G. GODANO, *op. cit.*, p. 75, il quale sottolinea che le proposte del gruppo di esperti siano in qualche misura "transitorie" e destinate a future evoluzioni.



2. Sulla scorta delle proposte avanzate dal Rapporto de Larosière, e a seguito di una procedura di consultazione degli operatori di settore³⁹, la Commissione europea ha adottato una serie di progetti legislativi volti a rafforzare la vigilanza sul settore finanziario in Europa. Il pacchetto legislativo⁴⁰, in estrema sintesi, ha previsto che con regolamenti dell'UE si procedesse:

(i) all'istituzione di un sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (*European System of Financial Supervisors* o ESFS) composto dall'insieme delle autorità nazionali di vigilanza e da tre nuove autorità europee di vigilanza (*European Supervisory Authorities* o ESAs), create attraverso la trasformazione dei comitati Lamfalussy CESR, CEBS e CEIOPS. Si tratta dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority* o ESMA), con sede a Parigi, che sostituisce il CESR; dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (*European Insurance and Occupational Pension Authority* o EIOPA), con sede a Francoforte, che sostituisce il CEIOPS; e dell'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority* o EBA), con sede a Londra, che sostituisce il CEBS. L'obiettivo dichiarato di questa trasformazione consiste nel conseguimento di un duplice vantaggio: da un lato realizzare un quadro unico europeo di vigilanza finanziaria, dall'altro mantenere le competenze delle autorità di vigilanza degli Stati membri con riferimento all'attività di controllo microprudenziale; e

(ii) all'istituzione di un comitato europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board* o ESRB), avente il compito di prevenire o attenuare i rischi sistemici alla stabilità finanziaria nell'Unione europea che derivano da sviluppi interni al sistema finanziario. A tal fine all'ESRB è attribuita la funzione di segnalare possibili rischi sistemici e, laddove necessario, quella di raccomandare l'adozione di provvedimenti per far fronte a tali rischi.

Le proposte della Commissione sono state trasformate in Regolamenti dell'Unione europea e le nuove autorità operano dal 1 gennaio 2011⁴¹. I Regolamenti istitutivi delle tre autorità, ESMA, EBA e EIOPA, nonché il Regolamento istitutivo dell'ESRB, sono stati

³⁹ Gli interventi degli operatori sono consultabili sul http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/fin_supervision_en.htm. Lo Stato italiano non ha presentato osservazioni, mentre sono intervenuti ABI e Unicredit. Il primo, che si è espresso a favore del nuovo sistema di regolamentazione proposto sia al fine di rendere più efficace la vigilanza, sia di migliorare lo sviluppo di un mercato unico finanziario, ha appoggiato l'ipotesi già espressa dalla Banca Centrale Europea (BCE) di affidare ad una divisione autonoma alla BCE poteri di vigilanza micro-prudenziale, sulla base dell'articolo 105, par. 6, del Trattato CEE, come soluzione di breve periodo per arginare la crisi economica.

⁴⁰ Comunicazione del 4 marzo 2009 dal titolo "Guidare la ripresa in Europa" (COM(2009) 114).

⁴¹ A seguito dell'entrata in vigore del Trattato sull'Unione europea (TUE) e del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), a partire dal 1° dicembre 2009, la base giuridica dei Regolamenti che istituiscono le nuove autorità può individuarsi nell'articolo 114 TFUE (ex articolo 95 del Trattato che istituisce la Comunità europea), dettato in materia di "ravvicinamento delle legislazioni". Sul punto, si veda FAULL, *Some legal challenges of financial regulation in the EU*, discorso al Ninth Slyn Foundation, Londra, 7 marzo 2011, 20. Si tratta di una dicitura piuttosto ampia. Il campo di applicazione di tale disposizione è stato più volte oggetto di interpretazione da parte della giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione (in particolare, Causa C-376/98 Commissione contro Parlamento e Consiglio, Racc. 2000, I, p. 8419, punto 88).



adottati dal Parlamento Europeo il 22 settembre 2010⁴². Con riferimento alle tre autorità di nuova istituzione si deve aggiungere la direttiva 2010/78/UE relativa ai poteri delle stesse autorità di vigilanza⁴³.

Il nuovo sistema di vigilanza comprende anche due organi composti dalle tre autorità o da rappresentanti delle stesse: il “comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza”⁴⁴ e la “commissione ricorso”⁴⁵.

Come è inevitabile che accada con riferimento a qualsiasi esercizio che implichi la traduzione di proposte di riforma in atti di diritto dell’Unione, alcuni aspetti delle disposizioni contenute nei Regolamenti e nella Direttiva rappresentano soluzioni di compromesso. Tuttavia, rispetto agli *standard* del legislatore europeo, l’attuazione della riforma della vigilanza europea sul mercato finanziario è stata realizzata attraverso un procedimento piuttosto rapido: dalla redazione del Rapporto de Larosière alla creazione delle nuove autorità è intercorso poco più di un anno.

3. Istituito con il citato Regolamento n. 1092/2010 del 24 novembre 2010, lo *European Systemic Risk Board* (d’ora in avanti, ESRB) è un organo, privo di personalità giuridica, deputato alla sorveglianza macroprudenziale sul sistema finanziario europeo. Ha sede a Francoforte e forma parte del “Sistema europeo di vigilanza finanziaria” (ESFS), la cui funzione è assicurare la vigilanza del sistema finanziario dell’Unione⁴⁶. La nuova

⁴² Si tratta del Regolamento n. 1093/2010/UE che istituisce l’Autorità bancaria europea; del Regolamento n. 1094/2010/UE che istituisce l’Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali; del Regolamento n. 1095/2010/UE che istituisce l’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati. Per quanto riguarda il Comitato europeo per il Rischio Sistemico, si veda il Regolamento n. 1092/2010/UE.

⁴³ Si tratta della c.d. direttiva omnibus n. 2010/78/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 recante modifica delle direttive 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2009/65/CE per quanto riguarda i poteri dell’Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), dell’Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali) e dell’Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati).

⁴⁴ Il “comitato congiunto” svolge i compiti specificati agli articoli da 54 a 57 di Regolamenti istitutivi delle tre autorità. Esso funge da *forum* in cui ciascuna autorità coopera “regolarmente e strettamente” con le altre e “assicura l’uniformità intersettoriale”, in particolare per quanto concerne: “(i) conglomerati finanziari; (ii) la contabilità e la revisione dei conti; (iii) le analisi microprudenziali degli sviluppi intersettoriali, dei rischi e delle vulnerabilità in termini di stabilità finanziaria; (iv) i prodotti di investimento al dettaglio; (v) le misure di contrasto al riciclaggio di denaro; e (vi) lo scambio di informazioni con il ESRB e lo sviluppo dei rapporti tra il ESRB e le ESAs”.

⁴⁵ La “commissione di ricorso” è competente a decidere sui ricorsi presentati da qualsiasi persona fisica o giuridica, incluse le autorità competenti contro le decisioni adottate dall’autorità (articolo 60 dei Regolamenti).

⁴⁶ Non tutti hanno accolto con favore l’istituzione di questo organismo. Per alcune perplessità, si rinvia a Great Britain: Parliament: House of Lords: European Union Committee, *The Future of Economic Governance in the Eu: Report*, The Stationery Office, 28 March 2011, p. 48. In questo Report della House of Lords si lamenta la scarsa chiarezza dei poteri attribuiti all’ESRB e che è “...unclear how it would operate in



struttura ha il compito istituzionale di prevenire o attenuare i rischi sistemici relativi alla stabilità finanziaria nell'Unione Europea⁴⁷.

Poiché non possiede poteri decisionali autonomi⁴⁸, l'ESRB non può adottare alcun provvedimento con effetto diretto nei confronti degli Stati membri o delle autorità di vigilanza nazionali. Ciononostante, l'ESRB costituisce un'innovazione di grande rilievo nel quadro della riforma della vigilanza europea⁴⁹; basti pensare che prima dell'entrata in vigore della riforma non esisteva nessun organismo europeo con compiti di vigilanza macroprudenziale sul mercato finanziario dell'Unione⁵⁰.

L'ESRB è composto da un consiglio generale⁵¹, un comitato direttivo, un segretariato, un comitato scientifico consultivo e un comitato tecnico consultivo. Il Consiglio generale adotta le decisioni relative ai compiti istituzionali dell'ESRB ed è composto da membri con diritto di voto e membri senza diritto di voto. Il comitato direttivo assiste l'ESRB nel processo decisionale preparando le riunioni del consiglio generale, esaminando i documenti da discutere e sorvegliando l'andamento dei lavori. Il Segretariato è responsabile della gestione corrente dell'ESRB. Il Comitato scientifico consultivo e il Comitato tecnico consultivo forniscono consulenza e assistenza sulle materie di deliberazione dell'ESRB.

practice?. Per una visione più ottimistica: E. WYMEERSCH, *Europe's new Supervisory System*, in *Dopo la crisi: conseguenze economiche, finanziarie e sociali*, AA.VV., Giuffrè, 2010, p. 43.

⁴⁷ Ai sensi dell'articolo 3 del Regolamento istitutivo dello ESRB, tale organo: “è responsabile della vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario in seno all'Unione al fine di contribuire a prevenire o attenuare i rischi sistemici alla stabilità finanziaria nell'Unione che derivano da sviluppi interni al sistema finanziario, tenendo conto degli andamenti macroeconomici, in modo da evitare periodi di turbolenze finanziarie diffuse. Esso contribuisce al corretto funzionamento del mercato interno garantendo in tal modo che il settore finanziario contribuisca in maniera duratura alla crescita economica”.

⁴⁸ L'opzione di non dotare lo ESRB di poteri autonomi è stata probabilmente frutto di un compromesso. Sul punto si tronerà *infra*. Ovviamente, una scelta siffatta è oggetto di critiche da parte di alcuni Autori. Per una ricognizione di alcune posizioni si vedano A. D'AMICO, M. LANFRANCHI, G. MOSCHELLA, L. PULEJO, R. SALOMONE, *Moving from the Crisis to Sustainability. Emerging Issues in the International Context*, Franco Angeli, 2012, p. 168 e i richiami (note 7 e 8).

⁴⁹ A. TARANTOLA, *op. cit.*, p. 5.

⁵⁰ Diverso è il discorso con riferimento alle nuove autorità di vigilanza microprudenziale ESMA, EBA e EIOPA, le quali – pur rappresentando una grande innovazione – succedono ai comitati Lamfalussy che seppur a livello embrionale costituivano un *network* di coordinamento tra le autorità nazionali.

⁵¹ I membri con diritto di voto sono (i) il Presidente e il Vice Presidente della BCE; (ii) i governatori delle banche centrali dei paesi dell'Unione europea; (iii) un membro in rappresentanza della Commissione europea; (iv) i Presidenti di EBA, EIOPA ed ESMA; (v) Il Presidente e il Vice Presidente della Comitato scientifico consultivo; (vi) Il Presidente del Comitato tecnico consultivo. I membri senza diritto di voto sono: (i) un rappresentante di alto livello di una delle tre autorità europea (bancaria, assicurativa, valori mobiliari) in relazione al tema in discussione; (ii) il Presidente del Comitato economico e sociale dell'Unione europea.



L'ESRB è presieduto dal presidente della BCE per un periodo di cinque anni dall'entrata in vigore del regolamento⁵².

Secondo alcuni, la complessa *governance* dell'ESRB, che riflette attentamente gli equilibri fra i principali organismi preposti al governo del sistema bancario e finanziario nell'Unione, rischia di minare l'efficacia del suo operato⁵³.

Un altro aspetto che non ha mancato di destare perplessità riguarda il forte legame dell'ESRB con la BCE, testimoniato, tra l'altro, dalla circostanza che è la BCE stessa a fornire il Segretariato, come stabilito da una specifica proposta di decisione del Consiglio UE (COM/2009/500), assunta invocando per la prima volta l'art. 127, par. 6, del TFUE, che affida alla BCE specifici compiti nell'area della vigilanza prudenziale⁵⁴.

Come si è detto, l'ESRB è responsabile della vigilanza macroprudenziale sul sistema finanziario, ed ha l'obiettivo di prevenire o mitigare rischi sistemici. A tale fine esso individua, raccoglie e analizza le informazioni necessarie, identifica (e dà una scala di priorità) ai rischi sistemici. Esso ha, inoltre, il compito di emettere segnalazioni (*early warning*) e redigere raccomandazioni. A ciò si aggiunga che l'ESRB è tenuto a cooperare con le ESAs e deve coordinarsi con il Fondo monetario, così come con il *Financial Stability Board* per tutto ciò che concerne gli aspetti di vigilanza macroprudenziale.

Tra quelle richiamate, la funzione probabilmente più importante del Comitato è quella di emettere segnalazioni che identificano i "potenziali squilibri" nel sistema finanziario. Una volta identificati tali squilibri, ove essi siano ritenuti suscettibili di comportare o aggravare il rischio sistemico, l'ESRB può produrre anche raccomandazioni con l'indicazione dei rimedi più appropriati secondo le circostanze. Ai sensi dell'articolo 16 del Regolamento istitutivo dell'ESRB, le segnalazioni e le raccomandazioni possono essere di natura generale o specifica e possono avere come destinatari l'Unione nel suo complesso, uno o più Stati membri, oppure una o più delle nuove autorità europee di vigilanza o delle singole autorità nazionali. Ciononostante, come anticipato, l'ESRB non è dotato di poteri decisionali, per così dire, "autonomi". Esso, infatti, non può imporre alcuna misura a carico dei singoli Stati o delle autorità nazionali: è stato concepito come un organo che si basa sulla reputazione dei suoi componenti e che influenza le azioni dei *policy maker* e dei supervisori attraverso l'esercizio della propria autorità morale.

La scelta di non attribuire poteri vincolanti all'ESRB è da ricondursi a ragioni di compromesso politico tra gli Stati membri⁵⁵. A tale proposito, giova ricordare come il

⁵² Jean Claude Trichet ricopre la carica di presidente per il primo quinquennio. Per i mandati successivi, il presidente sarà designato secondo le modalità determinate in base ad una procedura da stabilire entro il 2013. Esistono, poi, norme specifiche anche per la nomina dei vicepresidenti.

⁵³ A. TARANTOLA, *op. cit.*, p. 5

⁵⁴ G. GODANO, *op. cit.*, p. 77.

⁵⁵ G. FERRARINI e F. CHIODINI, *Nationally Fragmented Supervision over Multinational Banks as a Source of Global Systemic Risk: A Critical Analysis of Recent EU Reforms*, European Corporate Governance Institute, Draft, September 2011 <http://ssrn.com/abstract=1923756>: "The new European supervisory architecture is the outcome of a political compromise. The European authorities coordinate the national ones, rather than supervising financial firms directly".



Rapporto de Larosière avesse suggerito di attribuire almeno un potere sanzionatorio all'ESRB, da utilizzarsi nel caso in cui le misure adottate dagli Stati sulla base delle raccomandazioni dello stesso *Board* si fossero rivelate inadeguate a prevenire o mitigare i rischi segnalati. La proposta di regolamento della Commissione, tuttavia, non ha seguito l'indicazione del Rapporto su questo punto. E' evidente che la prevenzione del rischio sistemico⁵⁶ implichi, necessariamente, una forma di coordinamento rafforzata tra gli Stati membri. Istituire un organismo deputato a svolgere tale delicato compito di coordinamento senza attribuire allo stesso poteri diversi da quelli di mero "indirizzo" è, forse, un rischio⁵⁷.

L'unica disposizione che sembra avvicinarsi all'attribuzione all'ESRB di un potere di rilevanza "esterna" è contenuta nell'articolo 17 del Regolamento istitutivo del Comitato. Ai sensi di tale disposizione, i soggetti destinatari di una raccomandazione del supervisore sistemico devono motivare ogni deroga alle indicazioni ricevute dall'ESRB. Sebbene le raccomandazioni del Comitato non siano vincolanti, i destinatari delle stesse non possono rimanere inerti nei confronti di un rischio che è stato segnalato e, in base al principio ormai consolidato *comply or explain*, devono reagire spiegando le ragioni del disaccordo e quelle dell'eventuale inazione. C'è da chiedersi quale sia l'effettività di una tale previsione. Tuttavia, un giudizio incondizionatamente negativo sul funzionamento dell'ESRB è prematuro. La storia dell'integrazione europea insegna che alcune forme di cooperazione non vincolante tra gli Stati sono state in grado di imporsi nei fatti, contribuendo allo sviluppo dell'Unione.

4. Si è detto che l'istituzione dell'ESRB costituisce una novità assoluta nel quadro della vigilanza sul mercato finanziario europeo. Un'innovazione altrettanto rilevante è rappresentata dall'istituzione di tre nuove autorità di vigilanza microprudenziale (ESMA, EBA e EIOPA) che sostituiscono i comitati Lamfalussy di terzo livello. Anche le tre autorità, così come l'ESRB, sono state istituite con Regolamenti dell'Unione europea, ma è opportuno precisare sin da ora che i tre provvedimenti istitutivi (d'ora in avanti, i "Regolamenti") sono fondamentalmente identici tra loro e, pertanto, la disciplina delle stesse può essere trattata congiuntamente⁵⁸.

⁵⁶ Interessante la ricostruzione della portata del termine – in relazione alle problematiche regolatorie – di C.W. EIJFFINGER, *Defining and measuring systemic risk*, in Eijffinger e Masciandaro (a cura di), *Handbook of Central Banking, Financial Regulation and Supervision: After the Financial Crisis*, Edward Elgar Publishing, 2011, p. 315 ss.

⁵⁷ E. FERRAN, K. ALEXANDER, *op. cit.*, p. 751. Una copia in corso di aggiornamento è disponibile in rete, come University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 36/2011 (SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1676140> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1676140>).

⁵⁸ Cfr. L. GIANI, *op. cit.*, p. 133: "... i tre regolamenti (non solo per quanto riguarda i poteri e le funzioni attribuite alle autorità) sono sostanzialmente identici". E. FERRAN, *op. cit.*, p. 34: "Although there are contextual differences, in the main the substance of the three Regulations is the same".



L'analisi delle disposizioni dettate nei tre Regolamenti delle nuove autorità consente di riflettere su alcuni punti che, secondo alcuni attenti osservatori, sono il risultato di un lavoro di mediazione fra le volontà degli Stati membri⁵⁹.

In primo luogo, le tre autorità europee di vigilanza sono, a differenza dell'ESRB, organismi dotati di personalità giuridica ai sensi del diritto dell'Unione (articolo 5, par. 1, dei Regolamenti istitutivi)⁶⁰. Questo aspetto è sicuramente significativo perché riflette l'intenzione del legislatore europeo di configurare i tre soggetti di nuova istituzione quali autorità indipendenti. Tale opzione è anche indizio della volontà dello stesso legislatore europeo di superare la precedente struttura di cooperazione - meramente volontaristica - propria dei comitati Lamfalussy di terzo livello.

Se l'attribuzione della personalità giuridica costituisce un indubbio progresso rispetto ai comitati Lamfalussy, altri indizi lasciano intendere come il cammino verso una nuova organizzazione della vigilanza non sia ancora concluso. In particolare, il fatto che le tre autorità abbiano sede nello stesso luogo in cui avevano sede i comitati di terzo livello (EBA a Londra, EIOPA a Francoforte ed ESMA a Parigi), è stato oggetto di critiche vivaci da parte di coloro che ritenevano che riunire le autorità città nello stesso luogo fisico avrebbe favorito l'efficacia del loro operato e, in ogni caso, avrebbe garantito una maggiore integrazione della struttura della vigilanza⁶¹ (articolo 7 dei Regolamenti). Anche in questo caso la scelta è frutto di un accordo politico; tuttavia, l'aver optato per questa soluzione di compromesso ha consentito di evitare ritardi nell'approvazione del pacchetto legislativo. Inoltre, proprio perché si tratta di una soluzione di compromesso, si può dubitare che si tratti di una soluzione di lungo periodo. Non è escluso, infatti, che le autorità possano essere spostate o, in caso di ulteriori modifiche alla struttura della vigilanza, riunite. In questo senso, non sono mancate voci favorevoli ad una futura evoluzione del sistema della vigilanza attraverso l'adozione di un modello "per finalità" che riduca il numero delle autorità da tre a due, con attribuzione della vigilanza prudenziale all'una e della trasparenza e correttezza all'altra⁶².

⁵⁹ E. FERRAN, *op. cit.*, p. 34.

⁶⁰ Articolo 5, par. 1: "L'Autorità è un organismo dell'Unione dotato di personalità giuridica".

⁶¹ Una soluzione di questo tipo era stata richiesta soprattutto dal relatore della proposta di istituire lo *European Systemic Risk Board*. Si veda, in proposito, S. GOULARD, *ESRB Report*, PE 438.496, febbraio 2010, pp. 48-49, disponibile su <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A7-2010-0168&language=EN>. Si veda anche K. LANNOO, *The Road Ahead after De Larosière*, CEPS, Policy Brief, 2009. Infine, che la questione della sede delle autorità fosse politicamente sensibile si può ricavare da come sul punto siano intervenuti addirittura alcuni *tabloid* britannici che, con riferimento all'istituzione dell'EBA a Londra, hanno parlato di "vittoria" del Regno Unito (che aveva evitato il possibile spostamento a Francoforte dell'EBA), NEWTON DUNN, *Osborne Beats the Germans*, *The Sun*, 14 luglio 2010, p. 2.

⁶² A presagire questo scenario è lo stesso Rapporto de Larosière, 58. Si vedano anche C. GOODHART e D. SCHOENMAKER, su ft.com/economistsforum del 13 marzo 2009. Nello stesso senso, E. WYMEERSH, *op. cit.*, pp. 10-11. Anche il legislatore inglese che è in procinto di adottare il modello delle due autorità in sostituzione della FSA. Sul punto si veda E. FERRAN, *The Break-Up of the Financial Services Authority*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper Series No. 10/04, ottobre 2010, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1690523>



Per ciò che concerne la composizione e la *governance* delle ESAs, ai sensi dell'articolo 6 dei Regolamenti, gli organi delle stesse sono: il Consiglio delle autorità di vigilanza (*Board of Supervisors*), il Consiglio di amministrazione (*Management Board*), il Presidente e il Direttore esecutivo⁶³.

Il Consiglio delle autorità di vigilanza è l'organo decisionale delle autorità: di esso fanno parte il Presidente, i rappresentanti delle autorità nazionali, un rappresentante della Commissione europea, un rappresentante dello ESRB ed un rappresentante per ciascuna delle altre due autorità. Il diritto di voto, tuttavia, spetta solo ai rappresentanti delle autorità nazionali⁶⁴ (articolo 43 dei Regolamenti). Per ciò che concerne i *quorum* deliberativi, la regola generale dettata dall'articolo 44 dei Regolamenti prevede che il Consiglio delle autorità di vigilanza deliberi a maggioranza semplice e, per alcune specifiche materie, a maggioranza qualificata dei membri⁶⁵. La previsione è significativa perché individua il criterio della maggioranza semplice come regola decisionale generale, mentre la maggioranza qualificata rappresenta l'eccezione. Per comprenderne la portata innovativa della disposizione giova, ancora una volta, richiamare la disciplina dei comitati Lamfalussy, nell'ambito dei quali le decisioni dovevano essere prese all'unanimità. Nei comitati di terzo livello, infatti, la maggioranza qualificata rappresentava l'eccezione e la maggioranza semplice non era nemmeno prevista quale metodo di assunzione delle deliberazioni⁶⁶. Non a caso questa disposizione è stata fortemente criticata dagli osservatori meno "europeisti", i quali hanno sottolineato come la modalità di adozione delle decisioni prevista per le autorità non rifletta le "quote" del mercato finanziario europeo rappresentate dai singoli paesi⁶⁷.

E' utile menzionare, nell'ottica della progressiva "europeizzazione" della struttura della vigilanza, come i nuovi Regolamenti abbiano mutato l'impostazione tradizionale che si basava sulla cooperazione orizzontale fra Stati membri con riferimento alle cariche di Presidente e di Direttore esecutivo delle autorità. A differenza dei presidenti dei comitati Lamfalussy di terzo livello, i nuovi organi sono nominati con incarichi a tempo pieno, incompatibili col mantenimento di cariche nelle autorità nazionali. Entrambi devono essere

⁶³ Per alcune considerazioni si veda l'audizione dell'ex Presidente della Consob Lamberto Cardia dinnanzi alla VI commissione permanente (Finanza e Tesoro) del Senato, avente ad oggetto l'"*Indagine conoscitiva sugli strumenti di vigilanza europea dei mercati finanziari, creditizi e assicurativi*", del 16 dicembre 2009, reperibile su <http://www.senato.it/commissioni/4568/106760/274382/sommarioindagini.htm>.

⁶⁴ Per ciò che concerne l'EBA, si noti che anche la Banca Centrale Europea fa parte del *Board of Supervisors* senza diritto di voto.

⁶⁵ Le autorità deliberano a maggioranza qualificata con riferimento alle "norme tecniche di regolamentazione" (articolo 10 dei Regolamenti), alle relative "norme tecniche di attuazione" (articolo 15 dei Regolamenti) e agli "orientamenti e raccomandazioni" (articolo 16 dei Regolamenti).

⁶⁶ In questi termini E. FERRAN, *op. cit.*, p. 37.

⁶⁷ Si veda il rapporto di Open Europe, *Shifting Powers: What the EU's Financial Supervisors will Mean for the UK and the City of London*, settembre 2010, in cui il *think tank* britannico afferma che la disposizione è stata disegnata a detrimento degli interessi del Regno Unito che, da solo, rappresenta più del 30 per cento del mercato finanziario europeo e, pertanto, avrebbe dovuto avere un peso maggiore nel processo decisionale delle autorità.



scelti sulla base di una selezione pubblica nella quale si devono valutare la loro esperienza e capacità professionale.

Un'altra previsione significativa inerente la composizione delle autorità è quella dettata dall'articolo 75 di ciascuno dei tre Regolamenti che ammette la possibilità che “*la partecipazione ai lavori dell'Autorità*” sia aperta “*ai paesi terzi che hanno concluso accordi con l'Unione*”. La portata di questa norma è potenzialmente molto rilevante, sarà necessario osservare se e in che modo essa troverà applicazione. A differenza delle altre norme contenute nei Regolamenti istitutivi, le quali attengono tutte all'organizzazione di un sistema di vigilanza “intra-comunitario”, l'articolo 75 cristallizza in una previsione direttamente applicabile la possibilità di sviluppare iniziative di vigilanza di dimensione “ultra-comunitaria”⁶⁸.

Per ciò che concerne la c.d. *accountability*, le autorità europee di vigilanza, nell'esercizio delle loro attribuzioni, sono responsabili nei confronti del Parlamento europeo e del Consiglio (articolo 3 dei Regolamenti). Uno degli strumenti a disposizione delle istituzioni dell'Unione per vagliare l'operato delle ESAs consiste nell'obbligo, gravante su queste ultime, di trasmettere al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Commissione, alla Corte dei conti e al Comitato economico e sociale europeo, entro il 15 giugno di ogni anno, una relazione annuale sull'attività svolta⁶⁹ insieme ai programmi di lavoro annuali e pluriennali. I Regolamenti prevedono che tali documenti siano resi pubblici. A tali obblighi di *reporting* si aggiunge un ulteriore potere di controllo in capo al Parlamento e al Consiglio. Ai sensi dell'articolo 50 dei Regolamenti, il Parlamento europeo e il Consiglio possono invitare i Presidenti delle autorità a “*rilasciare dichiarazioni*”. Inoltre il Parlamento può invitare il Presidente di ciascuna autorità a rispondere a “domande” (si tratta di un sistema abbastanza diffuso nelle Istituzioni europee che, nel linguaggio burocratico, è identificato con la sigla *Q&A*). Lo stesso articolo 50 precisa che queste richieste del Parlamento e del Consiglio devono avvenire “*nel rispetto dell'indipendenza dell'autorità*”. La portata di tale precisazione non è chiara, dovendosi ritenere che il potere di richiedere al Presidente di un'autorità di rendere dichiarazioni o di rispondere a domande non sia così invasivo da comprimere l'indipendenza dell'autorità.

Oltre alle disposizioni che impongono questi obblighi volti a garantire un controllo parlamentare sulle autorità, è interessante notare che gli stessi Regolamenti formalizzano procedure di consultazione “permanente” con gli operatori del mercato. Ogni autorità, infatti, al fine di facilitare la consultazione delle parti interessate nei settori pertinenti per i

⁶⁸ É, d'altronde, noto che esistono autorevoli opinioni che vedono il futuro della vigilanza finanziaria organizzato su scala globale. Fra gli altri, B. STRAUSS-KAHN, *National, European, or Global? The Future of Bank Regulation*, discorso tenuto a Parigi il 24 novembre 2009. Il testo è disponibile su <http://www.imf.org/external/np/speeches/2009/112409.htm>; PAN, *Challenge of International Cooperation and Institutional Design in Financial Supervision: Beyond Transgovernmental Networks*, in *Chicago Journal of International Law*, 2010, Vol. 11, pp. 243-284, in Cardozo Legal Studies Research Paper No. 300, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1593334>; T.M.J. MOELLERS, *op. cit.*, 379; C. BRUMMER, *How International Financial Law Works (and How it Doesn't)*, Georgetown Law Journal, Vol. 99, 2011, Georgetown Law and Economics Research Paper No. 11-15, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1542829>.

⁶⁹ Si veda l'articolo 43, par. 5, dei Regolamenti.



compiti dell'autorità, istituisce un "gruppo delle parti interessate". L'articolo 37 di ciascuno dei Regolamenti disciplina il procedimento di nomina dei membri del gruppo che, in ogni caso, avviene con una decisione del Consiglio delle autorità di vigilanza su proposta delle relative parti interessate.

Come si è già anticipato, i Regolamenti prevedono la possibilità di impugnare le decisioni delle autorità di fronte alla "Commissione di ricorso"⁷⁰. Tale Commissione, disciplinata agli articoli da 58 a 60 dei Regolamenti, è un organismo congiunto delle tre autorità di vigilanza europee. Essa si compone di sei membri scelti tra "persone di indubbio prestigio che abbiano dato prova delle conoscenze pertinenti e di esperienza professionale, anche nell'ambito della vigilanza, a livello sufficientemente elevato in campo bancario, assicurativo, delle pensioni aziendali e professionali, dei mercati azionari o altri servizi finanziari"⁷¹. Le decisioni della Commissione di ricorso possono essere a loro volta impuginate dinanzi alla Corte di giustizia dell'Unione europea, a norma dell'articolo 263 del TFUE. Ciò configura la possibilità che le autorità europee di vigilanza siano chiamate a rispondere dei danni eventualmente cagionati nello svolgimento della loro attività ai sensi dell'articolo 268 dello stesso TFUE⁷². Qualora ciò

⁷⁰ La cui istituzione è avvenuta il 3 novembre 2011 con la nomina dei primi componenti.

⁷¹ Articolo 58, par. 2, Regolamenti.

⁷² Su cui si veda l'ampio lavoro di P. ATHANASSIOU, *Financial sector supervisors' accountability - a European perspective*, ECB Legal Working Paper No. 12, 9 agosto 2011, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1807174> e su <http://www.ecb.int/pub/pdf/scplps/ecblwp12.pdf>. La questione della responsabilità da omessa o negligente vigilanza è molto sensibile ed esistono notevoli differenze applicative tra gli ordinamenti degli Stati membri. La giurisprudenza italiana della Corte di Cassazione, a partire dalla sentenza n. 3132 del 2001, riconosce che la Consob possa rispondere per omessa o carente vigilanza. La dottrina maggioritaria, pur condividendone la linea interpretativa, non ha mancato di sottolineare la presenza di rischi derivanti da un accoglimento generalizzato del principio secondo cui la Consob può essere ritenuta responsabile: L. CAPUTI e A. PALMIERI, *Consob o polizza assicurativa (senza premio e massimale) per gli investitori?*, in *Danno e resp.*, 2005, p. 773; S. AMOROSINO, *Funzioni e poteri della Consob "nouvelle"*, in *Banca Borsa*, 2008, I, p. 161; F. CAPRIGLIONE, *Poteri dell'A.G., in presenza di azioni per danni nei confronti della Consob*, in *Mondo banc.*, 2001, p. 60; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, p. 149 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Struttura ordinamentale del settore finanziario*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2005, I, p. 145; A. PALMIERI, *Responsabilità delle Autorità di vigilanza: da un eccesso all'altro?*, in *Danno e resp.*, 2008, p. 614. Sul punto è intervenuto il legislatore, il quale attraverso l'art. 24, comma 6°-bis, della l. 28 dicembre 2005, n. 262, ha previsto un'espressa limitazione della responsabilità delle autorità con compiti di vigilanza sul mercato finanziario ai soli casi di danni da esse cagionati "con dolo o colpa grave". La ratio sottesa alla novella legislativa risiede nell'intento di circoscrivere la possibilità di azionare pretese risarcitorie nei confronti delle autorità di vigilanza attraverso l'imposizione di un più rigoroso accertamento dell'imputabilità della condotta omissiva realizzata. Ciò appare, peraltro, in linea, con l'impostazione della giurisprudenza successiva al 2001 e con le scelte di politica legislativa di alcuni altri Stati membri dell'Unione europea. Si veda, per quanto riguarda il Regno Unito, la *Schedule 1, Section 19.1 del Financial Services and Markets Act*, ai sensi del quale: "Neither the Authority nor any person who is, or is acting as, a member, officer or member of the staff of the Authority is to be liable in damages for anything done or omitted in the discharge, or purported discharge, of the Authority's functions" salvo che la condotta della FSA sia stata posta in essere in malafede o in violazione dell'articolo 6 dello Human Rights Act del 1998. Interessanti sono anche i casi di Germania e Belgio, dove il problema della responsabilità si pone in modo diverso, poiché le previsioni di legge tendono ad escludere l'esistenza di diritti o interessi tutelabili in capo agli investitori nei confronti delle autorità di vigilanza dal momento che esse agiscono "solo" o



dovesse accadere, si tratterà di casi di responsabilità extracontrattuale su cui la Corte di Giustizia ha giurisdizione⁷³.

Per quanto riguarda il *budget* dell'attività di vigilanza, è previsto agli Articoli 68 e 62 dei Regolamenti che - inizialmente - le autorità siano finanziate direttamente con fondi europei e degli Stati membri (40% Unione e 60% Stati membri). Questo tipo di finanziamento "misto" è stato adottato per garantire l'indipendenza della autorità europee di vigilanza sia dall'influenza degli Stati membri che dalle istituzioni europee⁷⁴. Si prevede, per

"esclusivamente" nell'interesse generale. Con riferimento alla Germania, il § 4.4 del *Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz* stabilisce espressamente che "*Die Bundesanstalt nimmt ihre Aufgaben und Befugnisse nur im öffentlichen Interesse wahr*". Per il Belgio, si veda l'articolo 68 della Loi d'août 2002 relative a la surveillance du secteur financier et aux services financiers, secondo cui "*La CBF exécute ses missions exclusivement dans l'intérêt général*". Tali disposizioni appaiono in linea con l'orientamento espresso dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea chiamata ad esprimersi sulla conformità al diritto comunitario della normativa tedesca che esclude la possibilità per gli investitori di far valere in giudizio il diritto al risarcimento del danno da omessa o carente vigilanza: cfr., Corte giust. Ce, 12 ottobre 2004, n. C-222/02, Peter Paul e a./Repubblica federale di Germania, ove si afferma che: "*Le direttive 77/780, 89/299, 89/646 e 94/19, imponendo obblighi di vigilanza nei confronti degli enti creditizi, non si oppongono ad una norma nazionale secondo la quale i compiti dell'autorità nazionale di vigilanza sugli enti creditizi sono svolti solo nell'interesse pubblico, cosa che esclude, secondo il diritto nazionale, che i singoli possano chiedere il risarcimento dei danni causati da una carente vigilanza da parte di tale autorità. La responsabilità dello Stato per violazione di una norma di diritto comunitario sussiste solo quando la norma giuridica violata sia preordinata a conferire diritti ai singoli; le direttive in materia di vigilanza non attribuiscono diritti ai depositanti in caso di indisponibilità dei loro depositi causata da una vigilanza carente da parte delle autorità nazionali competenti, se ed in quanto è assicurato l'indennizzo dei depositanti*". La Corte, in quell'occasione, recepì alcune delle osservazioni svolte dall'Avvocato generale Stix-Hackl volte ad affermare che la normativa tedesca sottoposta a giudizio di conformità con le direttive non contrastava con il diritto comunitario perché entrambe le fonti normative erano volte a disciplinare "esclusivamente i rapporti tra l'ente creditizio interessato, le autorità e il sistema di garanzia", con la conseguenza che tali disposizioni "disciplinano una serie di poteri e doveri degli enti creditizi, delle autorità e dei sistemi di garanzia, ma non diritti o obblighi dei depositanti". Le conclusioni dell'Avvocato generale e la sentenza sono reperibili sul sito istituzionale dedicato al diritto dell'Unione europea; la sentenza è anche pubblicata in *Common Market Law Review*, 2005, p. 3, con nota di M. TISON, *Do not attack the watchdog! Banking supervisor's liability after Peter Paul*; oltre che in *Foro amm. CdS*, 2004, p. 2753, in *Giur. it.*, 2005, p. 390, con nota di D. SICLARI, *Drittbezogenheit del dovere d'ufficio, öffentlichen Interesse ed esclusione della responsabilità dell'autorità di vigilanza bancaria nell'ordinamento tedesco*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2005, pp. 3-4, con nota di M. POTO, *La Corte di Giustizia ed il sistema tedesco di vigilanza prudenziale: la primauté si scontra con il vecchio adagio ubi maior, minor cessat*. Si vedano, anche, B. ANDÒ, *Il problema della responsabilità delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari*, Milano, 2008 e ancora M. TISON, *Challenging the Prudential supervisor - Liability versus regulatory immunity*, in Balling, Lierman e Mullineux (a cura di), *Financial Markets in Central and Eastern Europe. Stability and Efficiency Perspectives*, London, 2004, pp. 139-147.

⁷³ J. DIJKSTRA, *Liability of Financial Regulators: Defensive Conduct or Careful Supervision?*, in *Journal of Banking Regulation*, 2009, 10, 269.

⁷⁴ Si veda E. WYMEERSCH, *op. cit.*: "*Most of the existing EU agencies are funded from the EU budget plus, in some cases, by direct receipt of fees and other payments: European Commission, European Agencies--The Way Forward (SEC(2008) 323) 4. Agencies created under Common Foreign and Security Policy are funded directly by MSs. As at 2008, there was a €559 million contribution from the Community budget to the running of 29 regulatory agencies across the range of Community activity as a whole: SEC(2008) 323.*"



il futuro⁷⁵, che le autorità possano finanziarsi anche attraverso “*le eventuali commissioni pagate all’Autorità nei casi previsti dai pertinenti strumenti del diritto dell’Unione*”⁷⁶.

5. Obiettivo primario di ESMA, EBA e EIOPA è quello di tutelare l’interesse pubblico all’integrità e alla stabilità del sistema finanziario, assicurando la trasparenza dei mercati, dei prodotti finanziari e la tutela degli investitori. Questi obiettivi devono essere perseguiti “*in particolare assicurando un livello di regolamentazione e di vigilanza elevato, efficace e uniforme, tenuto conto degli interessi diversi di tutti gli Stati membri e della natura diversa dei partecipanti ai mercati finanziari*”⁷⁷.

Oltre ad assumere le funzioni di coordinamento dei comitati Lamfalussy, le Autorità esercitano anche altri poteri, ciascuno nell’ambito dello specifico settore di riferimento (articoli 8 e 9 dei Regolamenti).

In termini generali, i compiti affidati alle ESAs consistono nella: (i) elaborazione di norme e prassi comuni di regolamentazione e vigilanza; e (ii) nella applicazione uniforme degli atti giuridicamente vincolanti dell’Unione, in particolare “*contribuendo ad una cultura comune della vigilanza*” e “*impedendo l’arbitraggio regolamentare, mediando e risolvendo controversie tra autorità competenti, assicurando una vigilanza efficace e coerente sui partecipanti ai mercati finanziari, garantendo il funzionamento uniforme dei collegi delle autorità di vigilanza e prendendo provvedimenti, anche in situazioni di emergenza*”. Inoltre, ciascuna delle tre autorità coopera con lo ESRB; organizza ed effettua verifiche sulle autorità nazionali, anche formulando orientamenti e raccomandazioni e individuando le migliori prassi, al fine di rafforzare l’uniformità dei risultati di vigilanza; sorveglia e valuta gli sviluppi di mercato nel suo settore di competenza; promuove la tutela degli investitori e coordina i piani di risanamento e di risoluzione delle crisi.

In questo contesto è fornito a ciascuna delle ESA il potere di: (i) elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione; (ii) elaborare progetti di norme tecniche di

⁷⁵ Secondo E. FERRAN, *op. cit.*, p. 40, sarà necessario intervenire per aumentare le risorse economiche delle ESAs. Un’autorità di vigilanza che pretenda di effettuare una supervisione efficace necessita di un budget considerevole. A tale proposito, si pensi che la BaFin, il supervisore unico Tedesco descritto nel primo capitolo del presente lavoro, ha speso circa 120 milioni di Euro nel solo 2008 BaFIN, (si veda relazione annuale per l’anno 2008), mentre la FSA britannica circa 448 milioni nel 2010 (si veda *FSA - Annual Report 2009/10*). A ciò si aggiunga, che i costi dei comitati Lamfalussy di terzo livello nel 2009 sono costati poco più di 11 milioni di Euro.

⁷⁶ In parte la misura è già attuata: si pensi ai contributi di registrazione (*fees*) che gravano sulle agenzie di rating al momento dell’iscrizione presso l’ESMA che, dal luglio 2011 ha competenze di vigilanza sulle agenzie di rating. A tale proposito si veda il Regolamento delegato (UE) N. 272/2012 della Commissione del 7 febbraio 2012 che completa il regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le commissioni imposte alle agenzie di rating del credito dall’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

⁷⁷ Si veda il considerando 11 del Regolamento istitutivo dell’ESMA 1095/2010/UE, dove si aggiunge: “*L’Autorità dovrebbe altresì prevenire l’arbitraggio regolamentare e garantire condizioni di parità, nonché rafforzare il coordinamento internazionale della vigilanza, nell’interesse dell’economia nel suo complesso, compresi i gli istituti finanziari e le altre parti interessate, i consumatori e i dipendenti*”.



attuazione; (iii) emanare orientamenti e formulare raccomandazioni. Si tratta, come evidente, di poteri che devono essere coordinati con quelli delle autorità competenti a livello nazionale⁷⁸.

In particolare, con riferimento ai progetti di norme tecniche di regolamentazione ed attuazione, le autorità sono state dotate del potere di definire i c.d. “standard tecnici” applicabili ai settori di riferimento del mercato finanziario⁷⁹.

Inoltre, le ESAs possono elaborare raccomandazioni e linee guida ai sensi dell’articolo 16 dei Regolamenti, rispetto alle quali le autorità di vigilanza degli Stati membri possono decidere di aderire o meno su base volontaria (secondo il già richiamato principio “*comply or explain*”). In caso di mancata adesione le ESAs hanno facoltà di dare pubblicità alla decisione dell’autorità dello Stato membro.

Ai sensi dell’articolo 17 dei Regolamenti, un’ulteriore facoltà attribuita alle nuove autorità consiste nella possibilità di formulare raccomandazioni alle autorità nazionali circa le azioni necessarie per contrastare violazioni della normativa europea, dettando scadenze vincolanti per l’adozione di tali misure. Qualora le autorità nazionali, una volta ricevuta una raccomandazione, rimangano inattive, la Commissione Europea può richiedere formalmente l’adozione delle misure necessarie a ripristinare la corretta applicazione della normativa europea.

Le ESAs possono, inoltre, applicare direttamente le misure raccomandate ai soggetti vigilati, nei casi di perdurante inadempienza delle autorità nazionali nei quali si renda necessario un intervento immediato volto a ristabilire l’ordinato funzionamento del sistema finanziario.

Con riferimento a situazioni di emergenza, le ESAs agiscono per facilitare il coordinamento delle misure adottate a livello nazionale. Questo tipo di potere richiede comunque di essere esercitato per mezzo e, verrebbe da dire, “sotto l’egida” del Consiglio,

⁷⁸ Per ciò che concerne l’Italia, l’art. 15 della legge comunitaria per il 2010 (Legge 15 dicembre 2011, n. 217, “Disposizioni per l’adempimento di obblighi derivanti dall’appartenenza dell’Italia alle Comunità europee), ha delegato il Governo ad apportare, “*le modifiche e le integrazioni necessarie*” al t.u.b., al t.u.f. e al Codice delle Assicurazioni al fine di coordinare la disciplina nazionale con quella relativa ai poteri e alle funzioni di EBA, ESMA ed EIOPA. Le modifiche sono state introdotte nell’ordinamento italiano con D.lgs. 30 luglio 2012, n. 130.

⁷⁹ Articoli da 10 a 15 dei Regolamenti. Questo *set* di norme va letto in coordinamento con l’articolo 1, paragrafo 2 dei Regolamenti, dove si individuano le aree di intervento delle nuove autorità. Per ciò che concerne l’ESMA, ad esempio, tale disposizione stabilisce che: “*L’Autorità opera nel quadro dei poteri conferiti dal presente regolamento e nell’ambito di applicazione delle direttive 97/9/CE, 98/26/CE, 2001/34/CE, 2002/47/CE, 2003/6/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2009/65/CE e 2006/49/CE, fatte salve le competenze dell’Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea) in termini di vigilanza prudenziale, di ogni futura normativa nel settore dei gestori di fondi di investimento alternativi (AIFM), e del regolamento (CE) n. 1060/2009, e delle parti pertinenti delle direttive 2002/87/CE, 2005/60/CE e 2002/65/CE nella misura in cui tali atti si applicano alle società che prestano servizi d’investimento o agli organismi d’investimento collettivo che commercializzano le proprie quote o azioni, nonché delle direttive, dei regolamenti e delle decisioni basati su tali atti e di ogni altro atto giuridicamente vincolante dell’Unione che attribuisca compiti all’Autorità*”.



salvo che non ricorrano “circostanze eccezionali”, le quali consentono alle ESAs di adottare decisioni direttamente vincolanti.

Ulteriori compiti riguardano, infine, la composizione di controversie tra le autorità di vigilanza nazionali e l'autorizzazione di determinati organismi di dimensioni paneuropee (tra i quali le agenzie di *rating*, rispetto alle quali l'ESMA è chiamata ad esercitare poteri di natura autorizzativa e di vigilanza su base continuativa).

6. La predisposizione di standard tecnici di regolazione e vigilanza, disciplinata dagli articoli da 10 a 15 dei Regolamenti, è uno dei poteri di maggiore rilievo tra quelli attribuiti alle ESAs. Per l'approvazione di norme tecniche è richiesta una deliberazione del Consiglio delle autorità di vigilanza da assumersi con la maggioranza qualificata dei voti dei componenti. Tali standard tecnici, una volta definiti dalle nuove autorità, possono divenire vincolanti⁸⁰, ma, in tal caso, è necessario il previo avallo della Commissione Europea secondo una procedura di “riconoscimento formale” (c.d. *endorsement*)⁸¹.

L'opzione del legislatore comunitario di attribuire un potere regolamentare alle ESAs, pur se condizionato alla previa approvazione da parte della Commissione, è una scelta di grande importanza poiché costituisce la più grande differenza tra la funzione di mero coordinamento, propria dei comitati di terzo livello, con quella di indirizzo e regolazione che connota le nuove autorità.

Questo metodo di “produzione” normativa si sostanzia nella nota – e molto discussa – tecnica della delegazione di poteri⁸².

A tale proposito, la Commissione europea ha individuato quattro principi per identificare i casi in cui è necessaria l'elaborazione di standard⁸³ da parte delle ESAs: a)

⁸⁰ Si veda L. GIANI, *op. cit.*, p. 124.

⁸¹ Si veda ancora E. FERRAN, *op. cit.*, p. 41: “Once endorsed by the Commission, binding technical standards have the status of Regulations or Decisions in EU law, which means that they apply directly to financial firms and other private actors as well as to MSs and their public authorities”.

⁸² Prima dell'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, questa possibilità si inquadra unicamente nel più generale “potere di esecuzione” della Commissione, disciplinato dall'articolo 202 del TCE. Con l'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, gli atti giuridici dell'Unione si distinguono in “atti giuridicamente vincolanti” e “atti non giuridicamente vincolanti”, ossia raccomandazioni e pareri. Gli atti giuridicamente vincolanti si distinguono in “atti legislativi” (art. 288 TFUE) e “atti non legislativi”, che a loro volta si differenziano in “atti delegati” (art. 290 TFUE) e “atti di esecuzione” (art. 291 TFUE). In questo quadro, gli atti delle ESAs possono divenire vincolanti grazie ad un meccanismo in base al quale, nell'ambito di una delega concessa ex articolo 290 del TFUE o ai sensi del 291 TFUE alla Commissione, le stesse autorità elaborano norme tecniche di regolamentazione (o di attuazione) e le inviano alla Commissione europea per approvazione. In caso di approvazione, tali norme tecniche si traducono in regolamenti, direttive o decisioni e vengono pubblicate nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea. Si vedano R. ADAM e A. TIZZANO, *Lineamenti di diritto dell'Unione europea*, II ed., Giappichelli, Torino, 2010, p. 188 ss. In giurisprudenza, si vedano, a tale proposito, le conclusioni dell'avvocato generale Mayras nella causa 23/75, *Rey Soda* e la sentenza C-41/69, *Chemifarma*.

⁸³ Si veda la Comunicazione n. 576 del 2009. Nella Comunicazione, inoltre, si legge: “In definitiva, le materie coperte dagli standard tecnici rientrano in tre categorie: in primo luogo, possono essere sviluppati standard tecnici per le



questioni tecniche, sulle quali è preferibile l'intervento di esperti in materia di vigilanza sui mercati finanziari; b) questioni pratiche e procedure di cooperazione tra autorità nazionali (ad esempio, lo scambio di informazioni); c) nei casi in cui è importante avere flessibilità tecnica per rispondere rapidamente agli sviluppi di mercato; d) nelle materie per le quali è necessario disporre di norme tecniche dettagliate e uniformi per la stabilità finanziaria, per la tutela del depositante, dell'assicurato e dell'investitore, per assicurare l'efficienza e l'integrità del mercato o per rafforzare il mercato unico.

La *ratio* delle indicazioni fornite dalla Commissione europea è chiara: le norme tecniche vincolanti non devono comportare scelte politiche o decisioni strategiche. Ciò non sembra sollevare particolari problemi in questa fase "iniziale" dell'attività delle tre nuove autorità. Infatti, presumibilmente, l'attività di breve periodo delle ESAs si risolverà nella predisposizione di standard e norme sicuramente "tecniche", quali la definizione del contenuto di dettaglio degli obblighi di comunicazione, la creazione di formulari standard e modelli, e la definizione di un quadro coerente di vigilanza attraverso lo scambio di informazioni.

Le perplessità sollevate nei confronti di questo metodo di produzione normativa si riferiscono alle possibili evoluzioni dello stesso, soprattutto per ciò che attiene al coordinamento tra le competenze regolamentari delle ESAs e quelle delle autorità nazionali⁸⁴. E' difficile immaginare che anche in futuro le autorità si asterranno dall'intervenire su questioni sostanziali e maggiormente incidenti sulle scelte di politica legislativa del legislatore europeo (e dei legislatori degli Stati membri)⁸⁵.

Giova ricordare come il tema della delegazione di poteri sia stato fortemente influenzato dalle decisioni della Corte di giustizia delle Comunità europee e, in particolare,

materie in cui sono necessari standard metodologici o quantitativi dettagliati per assicurare l'applicazione uniforme di talune norme e per le quali vi è generalmente meno bisogno di un giudizio di vigilanza. In secondo luogo, per le materie per le quali sarebbe utile un approccio uniforme in materia di informativa (reporting) e di informazione (disclosure), ad esempio nel facilitare il lavoro di elaborazione di un formato uniforme per l'informativa nel settore bancario entro il 2012. Infine, per le materie per le quali le autorità di vigilanza beneficerebbero di un approccio uniforme alle procedure di cooperazione, tra l'altro in termini di valutazione del rischio di vigilanza e di scambio delle informazioni, ad esempio in situazioni in cui per l'autorità di vigilanza dello Stato ospitante delle succursali sarebbe utile disporre di un insieme minimo coerente di informazioni fornito dalle autorità di vigilanza dello Stato di origine".

⁸⁴ Per ciò che concerne l'Italia, è opportuno richiamare due provvedimenti legislativi (già menzionati in precedenza): la legge comunitaria per il 2010 del 30 novembre 2011 ed il successivo D.lgs. n. 130 del 30 luglio 2012 che ha introdotto definitivamente le necessarie disposizioni di coordinamento tra ordinamento europeo ed ordinamento italiano.

⁸⁵ Si pensi alle polemiche innescate dalla nuova metodologia indicata dall'EBA il 26 ottobre 2011 "Capital buffers for addressing market concerns over sovereign exposures", la quale, in relazione all'esposizione delle banche creditrici di "debiti sovrani" impone un innalzamento della soglia *Core Tier 1*. Ciò, in definitiva, imporrà alle banche che detengono titoli di Stato di ricapitalizzarsi. Questa decisione dell'EBA è sembrata – ad alcuni osservatori – molto penalizzante per le banche italiane e spagnole (rispetto a quelle tedesche, inglesi e francesi).



dalla c.d. “*dottrina Meroni*”⁸⁶. Come è noto, il diritto dell’Unione europea non consente la delegazione di poteri ad agenzie o autorità europee⁸⁷. Il potere legislativo deve essere esercitato dal Consiglio e dal Parlamento e la delegazione di poteri è possibile solo nei confronti della Commissione europea. In questo quadro, il legislatore europeo ha individuato una strategia normativa *sui generis* nei Regolamenti istitutivi delle tre autorità. In essi si afferma che “è necessario introdurre uno strumento efficace per fissare norme tecniche di regolamentazione armonizzate in materia di mercati finanziari”. Proprio per dotarsi di tale “efficace strumento” di regolamentazione, il legislatore europeo ha previsto un meccanismo che consente di superare i limiti imposti al conferimento di deleghe, attribuendo formalmente alla Commissione atti che, sostanzialmente, sono elaborati da autorità prive di competenze normative. Detto meccanismo opera come segue:

a) l’articolo 10 dei Regolamenti delle ESAs stabilisce che il Parlamento europeo e il Consiglio possono delegare alla Commissione il potere di adottare norme tecniche di regolamentazione mediante atti delegati, a norma dell’articolo 290 TFEU “*al fine di garantire un’armonizzazione coerente nei settori*” dei mercati finanziari;

b) l’articolo 11 dei Regolamenti attribuisce alla Commissione il potere di adottare le norme tecniche di regolamentazione per un periodo di quattro anni a decorrere dal 16 dicembre 2010. Questa delega di potere, peraltro, “è automaticamente prorogata per periodi di identica durata, tranne in caso di revoca da parte del Parlamento europeo o del Consiglio”;

c) le ESAs sono incaricate di elaborare, nei settori di competenza, dei “progetti” di norme tecniche di regolamentazione “che non comportino scelte politiche” (Considerando 21 dei Regolamenti) che la Commissione approva e trasforma in diritto atti giuridicamente vincolanti.

Il sistema, in sostanza, attribuisce una delega permanente alla Commissione europea: il potere di adottare atti giuridicamente vincolanti non risiede in capo alle ESAs, ma in capo

⁸⁶ *Meroni c. High Authority*, C-9/56. La dottrina Meroni, individuata dalla Corte di Giustizia delle Comunità europee nel 1958, è nota proprio per aver indicato i limiti della delegazione di poteri legislativi a istituzioni o enti non nominati all’interno dei Trattati. Allo stesso tempo, tuttavia, tale dottrina ha introdotto l’idea che lo strumento della delega di poteri potesse essere esercitato, da parte della Commissione, tenendo conto degli orientamenti degli Stati membri o di altre istituzioni europee prive di poteri legislativi. Nel ragionamento della Corte, infatti, la Commissione può validamente delegare ad altri organi determinati poteri in materia di regolamentazione, ma una tale delegazione deve sottostare a rigorose condizioni.

⁸⁷ A. ORATOR, *Everything Under Control? The “Way Forward” for European Agencies in the Footsteps of the Meroni Doctrine*, in *European Law Review*, 2010, p. 3. Si veda anche E. FERRAN, *op. cit.*, p. 45 e E. FAHEY, *Does the emperor have financial crisis clothes? Reflections on the legal basis of the European banking authority*, in corso di pubblicazione in *Modern Law Review*, 2011: “... the unpalatable point remains that the powers of the EBA may be, as a matter of law, both too limited and too broad for the purposes of Article 114 TFEU. The powers of the EBA appear unduly limited to perform its true intended function as set out in the systemic reforms generally. Equally so, paradoxically, the EBA, its *raison d’être* and its powers may also be too broad. The EBA does not seem sufficiently nuanced towards internal market considerations, in light of the threshold tests for the use of internal market harmonisation powers, employing a narrow reading of the case law of the Court”.



alla stessa Commissione, la quale non fa altro che “ratificare” i progetti sottoposti da ESMA, EBA ed EIOPA⁸⁸.

Con riferimento alla redazione delle norme tecniche, è importante sottolineare come il legislatore parli sempre di “progetti”. Tale terminologia è utilizzata perché, come detto, attribuire competenze dirette alle ESAs avrebbe configurato una violazione dei Trattati. Tuttavia, per far sì che l’attività normativa delle ESAs sia *de facto* vincolante, il legislatore europeo si è premurato di aggiungere, in tutti i Regolamenti, al Considerando 22 che “*occorre che la Commissione approvi tali progetti di norme tecniche di regolamentazione mediante atti delegati ai sensi dell’articolo 290 TFUE per conferire loro valore giuridico vincolante. Essi dovrebbero essere modificati soltanto in circostanze molto limitate e straordinarie, dal momento che l’Autorità è l’attore a stretto contatto con i partecipanti ai mercati finanziari che ne conosce meglio il funzionamento quotidiano*”.

E’ evidente come lo spazio d’azione della Commissione nell’adozione di questi atti delegati sia molto compresso. Ciò si giustifica in ragione dell’elevato grado di complessità di questo tipo di regolamentazione, la quale non può che essere affidata a soggetti dotati di competenze tecniche specifiche nei settori della regolamentazione e della vigilanza sul settore finanziario. Tuttavia, è del pari evidente che questo metodo di produzione normativa si espone ad un duplice ordine di censure. Da un lato, infatti, esso sembra contraddire la *ratio* stessa della riforma dell’architettura della vigilanza europea: l’esigenza dei Paesi dell’UE di rafforzare la vigilanza sui mercati finanziari potrebbe risultare frustrata dal fatto che le autorità europee siano dotate di un potere di regolazione “sottoposto a condizione” (i.e. l’approvazione della Commissione). Dall’altro, poiché le autorità difettano di un esplicito riconoscimento nei Trattati (anche nella versione post-Lisbona), potrebbe dirsi che l’attribuzione di poteri alle ESAs è avvenuta attraverso un procedimento macchinoso che presenta profili discutibili. Questo paradosso è stato già sottolineato da una parte della dottrina⁸⁹. La questione è aperta ed è lecito ipotizzare che la Corte di Giustizia dell’Unione europea, prima o poi, si troverà nella condizione di doversi pronunciare sul punto.

7. Oltre alla possibilità di predisporre norme tecniche, i Regolamenti prevedono, all’articolo 17, che le ESAs dispongano di alcuni strumenti di *enforcement*. In particolare, le

⁸⁸ Si veda C. HARLOW, *The Concepts and Methods of Reasoning of the New Public Law: Legitimacy*, ISE Law, Society and Economy Working Papers 19/2010. L’Autrice è molto critica con il sistema di adozione della regolamentazione adottato nel settore dei mercati finanziari, a partire dal metodo Lamfalussy in poi. Si veda ancora E. FAHEY, *op. cit.*, in corso di pubblicazione in *Modern Law Review*, 2011, che individua questo paradosso nella recente attribuzione di poteri alle ESAs: “*on the one hand, the EBA is far too limited as an entity in light of its broad-ranging objectives to resolve the pan-European dimension to a global question, and on the other hand, that it goes too far relative to its legal base*”.

⁸⁹ E. FAHEY, *op. cit.*, p. 2 e 16. Si veda anche S. VERHELST, *What if the new financial Supervision framework Proves insufficient?*, Rapport TGAE III, Part 2 - Economic governance and financial regulation, p. 127: “*As the asymmetry between financial sector integration and supervision persists, it is unclear whether the reform will remedy the previous supervisory framework’s failings. Keeping this in mind, we need to consider the possibility that the post-crisis reform could end up being insufficient*”.



autorità europee possono adottare raccomandazioni nei confronti delle autorità nazionali su specifiche questioni e, se necessario, assumere decisioni con efficacia diretta nei confronti di singole istituzioni finanziarie dei Paesi membri per garantire il corretto recepimento della normativa europea ed assicurarne l'applicazione uniforme. La finalità di questi strumenti è quella di limitare la possibilità per le autorità nazionali di esercitare un'eccessiva discrezionalità nell'adattamento delle norme europee. Si tratta di poteri conformativi esercitabili nei confronti delle autorità nazionali con riferimento agli atti in cui le ESAs hanno competenze⁹⁰ e con riferimento a “ogni altro atto giuridicamente vincolante dell'Unione che attribuisca compiti all'Autorità”.

Se un'autorità nazionale non applica, o non applica correttamente, gli atti di diritto europeo rispetto ai quali le ESAs sono competenti, comprese le norme tecniche di regolamentazione e le norme tecniche di attuazione, le autorità europee possono: (i) effettuare indagini sulla sospetta violazione o mancata applicazione del diritto dell'Unione; e (ii) trasmettere all'autorità nazionale interessata una raccomandazione in cui si illustra l'azione necessaria per conformarsi al diritto dell'Unione. Entro dieci giorni dal ricevimento della raccomandazione, l'autorità nazionale informa l'ESA competente circa le misure adottate (o in via d'adozione) per conformarsi al diritto dell'Unione.

Nel caso in cui la mancata o scorretta applicazione del diritto dell'Unione perduri, esiste un secondo livello di controllo, nel quale è la Commissione europea ad intervenire richiedendo formalmente all'autorità nazionale di adottare le misure necessarie per rispettare il diritto dell'Unione. Anche in questo caso all'autorità nazionale sono concessi dieci giorni per informare la Commissione e l'ESA competente delle misure adottate o che intende adottare per conformarsi alle richieste della Commissione stessa.

Come *extrema ratio*, infine, se un'autorità nazionale non si conforma alle indicazioni della Commissione europea, e “se è necessario rimediare tempestivamente a tale inosservanza al fine di mantenere o di ripristinare condizioni neutre di concorrenza sul mercato o per assicurare il regolare funzionamento e l'integrità del sistema finanziario”, l'ESA competente può adottare un provvedimento in via diretta, anche in forma di “decisione nei confronti di un singolo partecipante ai

⁹⁰Le quali sono individuate all'articolo 1, par. 2, dei Regolamenti mediante riferimento espresso alla normativa di settore di ciascuna autorità. Con riferimento all'ESMA: nell'ambito di applicazione delle direttive 97/9/CE, 98/26/CE, 2001/34/CE, 2002/47/CE, 2003/6/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2009/65/CE e 2006/49/CE. Con riferimento all'EBA: nell'ambito di applicazione delle direttive 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2002/87/CE, del regolamento (CE) n. 1781/2006, della direttiva 94/19/CE e delle parti pertinenti delle direttive 2005/60/CE, 2002/65/CE, 2007/64/CE e 2009/110/CE nella misura in cui tali atti si applicano agli enti creditizi e alle imprese di investimento e alle relative autorità di vigilanza competenti. Con riferimento all'EIOPA: della direttiva 2009/138/CE, ad eccezione del titolo IV, delle direttive 2002/92/CE, 2003/41/CE, 2002/87/CE, 64/225/CEE, 73/239/CEE, 73/240/CEE, 76/580/CEE, 78/473/CEE, 84/641/CEE, 87/344/CEE, 88/357/CEE, 92/49/CEE, 98/78/CE, 2001/17/CE, 2002/83/CE e 2005/68/CE e, nella misura in cui tali atti si applicano alle imprese di assicurazione, alle imprese di riassicurazione, agli enti pensionistici aziendali e professionali e agli intermediari assicurativi, delle parti pertinenti delle direttive 2005/60/CE e 2002/65/CE.



mercati finanziari, imponendogli di prendere misure per rispettare gli obblighi imposti dal diritto dell'Unione, tra cui la cessazione di ogni eventuale pratica?

Questo potere di sostituzione delle ESAs alle autorità dei singoli Stati membri è un'altra novità della riforma. Il Regolamento stabilisce espressamente che questo tipo di decisioni delle ESAs *“prevalgono su ogni decisione adottata in precedenza dalle autorità competenti [degli Stati membri, n.d.r.] sulla stessa materia”*.

Il potere di imporre alle autorità nazionali l'osservanza del diritto dell'Unione sembra, a prima vista, molto penetrante. In realtà, il necessario passaggio attraverso la Commissione europea, prima di poter intervenire direttamente nell'ambito delle competenze della singola autorità nazionale, sembra comprimere la reale portata e la concreta effettività del potere di *enforcement* demandato alle ESAs⁹¹.

8. Ai sensi dell'articolo 18 dei Regolamenti, in situazioni di emergenza che rischiano di compromettere il regolare funzionamento, nonché l'integrità e la stabilità del sistema finanziario europeo, le ESAs possono svolgere un ruolo di coordinamento delle autorità nazionali⁹² e, in caso di inattività di quest'ultime, assumere decisioni direttamente applicabili agli intermediari finanziari. In realtà, l'esercizio di questo potere è solo eventuale e necessita di previa *“attivazione”* da parte del Consiglio il quale deve avere certificato, sentita la Commissione e l'ESRB, l'esistenza di una *“situazione di emergenza”*⁹³.

Qualora il Consiglio abbia riconosciuto l'esistenza di una situazione di emergenza, e sempre che si ritenga necessaria un'azione coordinata delle autorità nazionali, ciascuna ESA può adottare *“decisioni individuali”* per chiedere alle autorità nazionali competenti di adottare le misure necessarie per affrontare le crisi. Nel caso in cui un'autorità nazionale non si conformi alla decisione dell'ESA dettata in stato di emergenza, quest'ultima può *“adottare una decisione nei confronti di un singolo partecipante ai mercati finanziari imponendogli di prendere le misure necessarie per rispettare gli obblighi imposti da tale normativa [la normativa europea, n.d.r.], tra cui la cessazione di ogni eventuale pratica”*⁹⁴. Il Regolamento chiarisce che questa norma opera soltanto nelle situazioni in cui un'autorità nazionale non applichi, o applichi in modo non

⁹¹ In questo senso si vedano le osservazioni di due relatori del Parlamento europeo, i quali suggerivano di *“saltare”* il passaggio attraverso la Commissione: P. GARCÍA MARTINEZ, EBA Report, n. 225 e S. GIEGOLD, ESMA Report, PE438.409, febbraio 2010.

⁹² L'ESMA ha pubblicato, il 18 gennaio 2011 (cfr. ESMA/2001/26), il resoconto di un lavoro di verifica (iniziato dal CESR nel corso del 2010) sulle misure d'emergenza adottate dalle autorità nazionali per far fronte alla crisi finanziaria. Il rapporto ha evidenziato le notevoli discrasie tra i poteri attribuiti alle singole autorità dei Paesi membri, che rendono difficile, al momento, l'attuazione di un'efficace risposta ad eventuali situazioni di crisi pan-europea, coordinata a livello sovranazionale.

⁹³ Articolo 18, paragrafo 2: *“Il Consiglio, in consultazione con la Commissione e con il CERS e, se del caso, con le AEV, può adottare una decisione indirizzata all'Autorità con la quale determina l'esistenza di una situazione di emergenza ai fini del presente regolamento, su richiesta dell'Autorità, della Commissione o del CERS. Il Consiglio riesamina tale decisione a intervalli opportuni e almeno una volta al mese. Se non è rinnovata entro il termine di un mese, la decisione decade automaticamente. Il Consiglio può dichiarare la cessazione della situazione di emergenza in qualsiasi momento”*.

⁹⁴ Articolo 18, par. 3.



corretto, il diritto dell'Unione e, allo stesso tempo, sia necessario un rimedio urgente “*per ripristinare il regolare funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o la stabilità generale o parziale del sistema finanziario nell'Unione*”.

Anche in questa ipotesi siamo in presenza di un potere di sostituzione dell'autorità europea a quella nazionale. Tuttavia, a differenza del potere di cui all'articolo 17, in questo caso la situazione di emergenza “certificata” dal Consiglio consente alle ESAs di intervenire direttamente senza la necessità di passare attraverso la Commissione europea⁹⁵.

9. Nei Regolamenti istitutivi delle autorità di vigilanza europee (articolo 19) si disciplina anche un meccanismo di soluzione delle controversie tra autorità nazionali. Si tratta di controversie che possono insorgere quando un'autorità di vigilanza di uno Stato membro sia in disaccordo con “*la procedura seguita o il contenuto di una misura adottata da un'autorità competente di un altro Stato membro o con l'assenza di intervento da parte di quest'ultima*”⁹⁶. La finalità precipua di questo strumento di intervento consiste nell'assicurare che le autorità di vigilanza nazionali tengano conto degli interessi degli altri Stati membri, nonché della solidità e della stabilità del sistema europeo nel suo complesso⁹⁷.

La possibilità di intervenire per risolvere controversie tra autorità nazionali non è nuova. Questa funzione, prima della riforma della vigilanza europea, era svolta dai comitati Lamfalussy⁹⁸. Il potere di intervento delle ESAs è, però, più incisivo⁹⁹ poiché si prevede, in caso di perdurante disaccordo, la possibilità che queste intervengano con una decisione diretta imponendo una determinata soluzione.

Il procedimento, tuttavia, è anche in questo caso abbastanza complesso. Qualora un'autorità nazionale sia in disaccordo con una misura adottata da un'autorità di un altro Stato membro, l'ESA competente può, di propria iniziativa o su richiesta di una o più autorità nazionali, “*prestare assistenza per trovare un accordo*”. In questo caso, l'ESA competente,

⁹⁵ E. FERRAN, *op. cit.*, p. 51: “*There is some overlap between this procedure and the direct enforcement power considered previously but a key difference is that in an emergency situation, and provided the other conditions are fulfilled, an ESA can intervene on a more expedited basis and without the need to go through the Commission*”.

⁹⁶ L'articolo 19, par. 1., limita a questo tipo di controversie il potere di intervento delle ESAs.

⁹⁷ Si veda, ancora, la Comunicazione della Commissione n. 576 del 2009.

⁹⁸ Si veda il “*Protocol on Mediation mechanism of CESR*”, CESR/06-286b, agosto 2006. Si veda, sul punto, E. WYMEERSH, *op. cit.*, p. 17.

⁹⁹ Z. KUDRNA, *op. cit.*, p. 23: “*Until 2008 the approach to cross-border crisis management was essentially bilateral. The supervisory agencies in home and host-countries where a financial firm was active signed Memoranda of Understanding, committing them to information exchange and elementary cooperation in good times as well as in bad times. They also made commitments to create communication protocols and run occasional simulations of crisis situations. In practical terms, the bilateral memoranda clarified at best ‘whom to call’ in a crisis, but left everything else open to ad hoc solutions. Moreover, experience shows that when crisis hits a systemically important bank, there can be no solution without the direct involvement of the central bank and the government. However, these memoranda were concluded only among supervisory agencies*”.



che assume la qualità di “mediatore”¹⁰⁰, fissa un termine per la conciliazione tra le autorità nazionali.

Nel caso in cui, spirato il termine, le autorità nazionali interessate non siano addivenute ad un accordo, l’ESA può emanare una decisione vincolante ed imporre alle autorità nazionali l’adozione di misure specifiche al fine di risolvere la controversia. Anche in questo caso, ove l’autorità nazionale non si conformi alla decisione o non assicuri che un operatore sottoposto alla propria vigilanza rispetti i propri obblighi, l’ESA di riferimento può intervenire nei confronti del singolo operatore una con una decisione individuale vincolante (che prevale su ogni decisione eventualmente adottata in precedenza dalle autorità nazionali).

In termini simbolici e politici, la creazione di un meccanismo vincolante di risoluzione delle controversie (c.d. *binding mediation*) tra autorità di vigilanza nazionali rappresenta una novità significativa¹⁰¹. Tale potere attribuito alle ESAs implica che esse possano imporre una determinata interpretazione del diritto dell’Unione – nell’ambito dei mercati finanziari – ad autorità nazionali anche in quei campi d’azione dove queste ultime godono di una certa discrezionalità applicativa. Anche in questo ambito, peraltro, si intravede una sovrapposizione con il potere di cui all’articolo 17 dei Regolamenti, tuttavia, si può ipotizzare che, nei casi in cui emerga un disaccordo tra autorità nazionali, le ESAs decidano di agire secondo la procedura di cui all’articolo 19 dei Regolamenti, poiché essa presuppone l’utilizzo di un meccanismo più rapido e non implica un coinvolgimento formale della Commissione europea.

Con riferimento alla *binding mediation* rimangono aperte alcune questioni. In primo luogo, è lecito chiedersi se essa si rivelerà più efficace delle procedure di mediazione utilizzate dai comitati Lamfalussy. In secondo luogo, è opportuno interrogarsi sulle conseguenze dell’esercizio di un tale potere conformativo sugli operatori del mercato “scavalcando” le autorità nazionali in disaccordo tra loro. Il problema non è di facile soluzione, anche se sembra avere scarsa rilevanza pratica: sembra difficile ipotizzare che si possa giungere al punto di dover “by-passare” la singola autorità nell’ambito di una procedura attivata ex articolo 19 dei Regolamenti; ciò potrebbe accadere solo ove un’autorità nazionale dovesse opporsi ad una decisione di conciliazione emessa dalle ESAs, eventualità che aprirebbe uno scenario capace di mettere in crisi l’integrità del nuovo sistema di vigilanza nel suo complesso.

10. Uno dei settori in cui l’ESMA assume competenze ulteriori rispetto a quelle dell’EBA e dell’EIOPA è quello della vigilanza sulle agenzie di *rating* del credito. La necessità di una regolamentazione del fenomeno è stata avvertita soprattutto negli ultimi anni, nel corso della situazione di crisi nella quale i mercati finanziari versano ormai dal

¹⁰⁰ Il termine è utilizzato dai Regolamenti all’articolo 19, par. 3.

¹⁰¹ E. FERRAN, *op. cit.*, p. 55.



2007. E' noto come alcuni autori abbiano individuato specifiche responsabilità delle agenzie di *rating* del credito¹⁰², con ciò convincendo il legislatore europeo a tentare una prima regolamentazione del fenomeno¹⁰³.

Proprio all'ESMA, in virtù delle modifiche al Regolamento n. 1060/2009/CE il 15 dicembre 2010¹⁰⁴, entrate in vigore nel luglio 2011, sono stati attribuiti specifici poteri di vigilanza sulle agenzie di *rating*. In particolare, dal 1° luglio 2011, tutte le nuove agenzie di *rating* devono registrarsi presso l'autorità europea di vigilanza sugli strumenti finanziari e sui mercati¹⁰⁵. L'ESMA, oltre a tenere il registro delle agenzie di *rating*, vigila sull'attività delle stesse ed ha il potere di richiedere informazioni, avviare inchieste e ispezioni, ed applicare sanzioni. Con riferimento alle sanzioni, in particolare, all'ESMA è stata attribuita la facoltà di proporre alla Commissione di infliggere penalità di mora e ammende. La finalità delle penalità di mora consiste nel sanzionare le agenzie di *rating* che ostacolano l'attività di vigilanza. La penalità sembra avere anche un carattere deterrente, poiché è preordinata a

¹⁰² F. PARTNOY, *Overdependence on credit ratings was a primary cause of the crisis*, Fondazione Eni Enrico Mattei, 2009, Nota di Lavoro n. 27; J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies And The Worldwide Credit Crisis: The Limits Of Reputation, The Insufficiency Of Reform, And A Proposal For Improvement*, in *Columbia Bus. L.R.*, 2009, p. 109 ss.; M. LAMANDINI, *Credit Rating Agencies (CRA) and European Regulation*, Opinion to the European Parliament, Financial Service Panel, Economic and Monetary Affairs Committee, 28 dicembre 2008. Si vedano anche D. VASELLA, *Die Haftung von Ratingagenturen*, Schulthess, 2011 e DARBELLAY, *Regulating Ratings – The Credit Rating Agency Oligopoly from a Regulatory Perspective*, Schulthess, 2011, in particolare p. 145 ss. In Italia, per la letteratura più recente si vedano L. PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, p. 713 ss.; M. MARIANELLO, *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, in *Obbl. e contr.*, 2010, p. 289 ss.; L. ENRIQUES e M. GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2010, p. 475 ss.; L. PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private «geneticamente modificate»*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2011, p. 179 ss. e C. SCARONI, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e impresa*, 2011, p. 764 ss.

¹⁰³ Si veda il considerando 2 del Regolamento n. 1060/2009/CE il 15 dicembre 2010: “Attualmente la maggior parte delle agenzie di rating del credito ha sede al di fuori della Comunità. La maggior parte degli Stati membri non regolamenta le attività delle agenzie di rating del credito né le condizioni per l'emissione dei rating. Nonostante la loro notevole importanza per il funzionamento dei mercati finanziari, le agenzie di rating del credito sono soggette alla normativa comunitaria solo in settori limitati, in particolare alla direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato). Fanno inoltre riferimento alle agenzie di rating del credito la direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio e la direttiva 2006/49/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'adeguatezza di capitale delle imprese di investimento e degli enti creditizi. È perciò importante stabilire norme che garantiscano che tutti i rating creditizi emessi da agenzie di rating del credito registrate nella Comunità siano di qualità adeguata e siano emessi da agenzie di rating del credito soggette a requisiti rigorosi. La Commissione continuerà a collaborare con i suoi partner internazionali per garantire la convergenza delle norme che si applicano alle agenzie di rating del credito. Dovrebbe essere possibile esentare dal presente regolamento talune banche centrali che emettono rating del credito, a condizione che rispondano a tutte le condizioni applicabili in materia che garantiscono l'indipendenza e l'integrità delle loro attività di rating del credito e che sono altrettanto rigorosi quanto i requisiti previsti dal presente regolamento”.

¹⁰⁴ Apportate con Regolamento (UE) n. 513/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2011 recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito.

¹⁰⁵ L'elenco delle agenzie di rating registrate è disponibile su: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2011:262:0012:0012:IT:PDF>



indurre le agenzie di rating a cessare eventuali comportamenti scorretti o infrazioni. L'ammenda, invece, è finalizzata a sanzionare la condotta dell'agenzia di *rating* che ponga in essere una delle violazioni che determinano l'irrogazione di sanzioni ai sensi del Regolamento n. 1060/2009 (il cui elenco dettagliato è fornito nell'Allegato III del Regolamento stesso)¹⁰⁶.

Sempre in ipotesi di violazione del regolamento da parte di un'agenzia di *rating* del credito, l'ESMA, oltre a proporre sanzioni, potrà adottare misure di vigilanza, che comprendono la revoca la registrazione dell'agenzia di *rating*, il divieto temporaneo di emettere rating efficaci nell'Unione e la sospensione, in tutta l'Unione, dell'uso a fini regolamentari di *rating*.

Per quanto riguarda le norme relative al *rating* del debito sovrano, incluse quelle che definiscono i termini per la pubblicazione dei *rating*, la Commissione e i tecnici dell'ESMA hanno lavorato alla predisposizione di alcune regole volte a migliorare la procedura di emissione e la trasparenza dei contenuti degli stessi¹⁰⁷. In questo senso, sulla base del Regolamento (CE) n. 1060/2009 sono stati adottati quattro regolamenti delegati¹⁰⁸, pubblicati il 30 maggio 2012 sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea.

¹⁰⁶ Si tratta, in estrema sintesi, di violazioni connesse ai conflitti di interesse e ai requisiti organizzativi o operativi, violazioni relative agli ostacoli alle attività di vigilanza e violazioni delle disposizioni in materia di informativa. Sul punto si veda S. OLIVIERI, *Diritto societario la Commissione presenta un pacchetto di proposte in tema di vigilanza sulle agenzie di rating del credito e riforma della governance societaria degli istituti finanziari*, in *Società*, 2010, 9, p. 1164.

¹⁰⁷ Anche sulla scorta delle indicazioni della IOSCO del marzo 2009 sulla "*Cooperazione internazionale sul controllo delle agenzie di rating del credito*" (International cooperation in oversight of credit rating agencies). Necessità che era stata individuata anche da Michel Barnier, Commissario europeo al mercato interno, il quale nel corso di un'interrogazione parlamentare il 19 settembre 2011 (E-007329/2011) aveva detto: "*La Commissione è preoccupata per l'elevata concentrazione nel settore del rating e attualmente controlla regolarmente il mercato dal punto di vista della politica di concorrenza. [...] Dal 1° luglio 2011 tutte le nuove agenzie di rating del credito devono registrarsi presso l'ESMA. L'ESMA è altresì incaricata di vigilare su tutte le agenzie di rating del credito registrate e ha il compito di condurre indagini e imporre sanzioni. Per quanto riguarda le norme relative al rating del debito sovrano, incluse quelle che definiscono i termini per la pubblicazione dei rating, i servizi della Commissione stanno attualmente analizzando diverse misure possibili per migliorare ulteriormente la procedura di emissione dei rating sovrani e la trasparenza e la sorveglianza dei rating del debito sovrano*".

¹⁰⁸ Si tratta dei seguenti: (i) Regolamento delegato (UE) n. 446/2012 della Commissione, del 21 marzo 2012, che integra il regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative al contenuto e al formato dei rapporti periodici sui dati di rating che le agenzie di rating del credito devono presentare all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati; (ii) Regolamento delegato (UE) n. 447/2012 della Commissione, del 21 marzo 2012, che integra il regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito fissando norme tecniche di regolamentazione per la valutazione della conformità delle metodologie di rating; (iii) Regolamento delegato (UE) n. 448/2012 della Commissione, del 21 marzo 2012, che integra il regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione per la presentazione delle informazioni che le agenzie di rating del credito mettono a disposizione presso il registro centrale istituito dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati; (iv) Regolamento delegato (UE) n. 449/2012 della Commissione, del 21 marzo 2012, che integra il regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme



Anche a fronte della pubblicazione dei regolamenti delegati, tuttavia, rimangono alcune questioni aperte e le perplessità sono molte.

In primo luogo, la registrazione previa limita i poteri dell'ESMA ai soli soggetti registrati¹⁰⁹.

In secondo luogo, le agenzie di *rating* più influenti hanno sede al di fuori del territorio dell'Unione europea e la regolamentazione di soggetti che operano a livello internazionale appare, a tutt'oggi, un obiettivo difficile da conseguire. È vero che la nuova disciplina prevede che le agenzie di *rating* registrate possano "avallare" i *rating* di un'agenzia stabilita in un paese terzo, ma anche questa possibilità si basa su di un meccanismo volontario e – in definitiva – rappresenta un'ipotesi destinata a rimanere marginale e subordinata al rispetto di determinate condizioni¹¹⁰.

Infine, l'attribuzione di poteri normativi all'ESMA presenta gli stessi problemi descritti in precedenza con riferimento alle norme tecniche di regolamentazione: anche in questo ambito, è lecito domandarsi quale possa essere l'efficacia dell'operato dell'ESMA qualora essa non sia dotata di poteri *veramente* vincolanti.

L'assenza di poteri vincolanti in capo all'ESMA sul punto sembra contraddire anche le posizioni del Parlamento europeo¹¹¹, il quale già in una risoluzione del 2010 aveva individuato due problemi fondamentali: (i) il modello di pagamento adottato dalle agenzie di *rating* dominanti; (ii) l'eccesso di dipendenza dai *rating* creditizi esterni al sistema di regolamentazione.

Dal punto di vista della tutela degli investitori e dell'integrità del mercato, poi, il fenomeno del *rating* continua a risentire di un'ulteriore carenza strutturale, cui la recente disciplina europea non ha saputo – o potuto – porre rimedio. I giudizi emessi dalle società di *rating* si fondano su informazioni che sono fornite principalmente da parte di emittenti e società di revisione. Con riferimento a tali informazioni, sulle agenzie di *rating* non grava

tecniche di regolamentazione sulle informazioni per la registrazione e la certificazione delle agenzie di *rating* del credito.

¹⁰⁹ L'articolo 2, par. 1 del Regolamento 1060/2009 stabilisce che: "Il presente regolamento si applica ai *rating* emessi dalle agenzie di *rating* del credito registrate nella Comunità e che sono comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento".

¹¹⁰ Si veda l'articolo 4, par. 3, del Regolamento 1060/2009, il quale prevede che un'agenzia di *rating* stabilita nella Comunità ed ivi registrata possa avallare un *rating* emesso in un paese terzo solo se l'attività di *rating* finalizzata all'emissione del predetto *rating* soddisfa alcune rigorose condizioni. Si vedano, a tale proposito, anche i Considerando 2, 14 e 15 del Regolamento, in particolare il 14, in cui si afferma. "Per rispondere ai timori secondo cui lo stabilimento al di fuori della Comunità potrebbe costituire un serio impedimento a un'efficace vigilanza nell'interesse preminente dei mercati finanziari della Comunità, è opportuno introdurre un sistema di avallo del genere per le agenzie di *rating* del credito che sono affiliate o lavorano in stretta collaborazione con agenzie di *rating* del credito con sede nella Comunità. Tuttavia può rendersi necessario adeguare in taluni casi il requisito della presenza fisica nella Comunità, segnatamente per quanto riguarda agenzie di *rating* del credito più piccole di paesi terzi che non sono presenti, né sono affiliate nella Comunità. È opportuno pertanto stabilire un sistema di certificazione per tali agenzie, a condizione che queste ultime non siano rilevanti sotto il profilo sistemico per la stabilità finanziaria o l'integrità dei mercati finanziari di uno o più Stati membri".

¹¹¹ Si veda, a tale proposito, la Risoluzione del Parlamento europeo dell'8 giugno 2011 sulle agenzie di *rating* del credito: *prospettive future*, (2010/2302(INI))



alcun obbligo di verifica in ordine alla veridicità e alla correttezza, con la conseguenza che l'assenza di una – seppur limitata – responsabilità di controllo in capo alle agenzie, comporta un sostanziale esonero di responsabilità delle stesse rispetto ai contenuti dei *rating*¹¹².

Per far fronte a questa situazione, non sembra sufficiente raccomandare alle agenzie di *rating* di divulgare “*in modo più semplice, coerente e comparabile*” le informazioni sui debiti sovrani e sui modelli di *rating* utilizzati. Incidere effettivamente sulle modalità di elaborazione e diffusione dei *rating* è un obiettivo ambizioso ed estremamente difficile da conseguire nell'attuale quadro istituzionale. Immaginare che l'ESMA – o, almeno, questa ESMA – sia in grado di fronteggiare da sola il problema senza un *endorsement* politico è assai complicato.

11. Parlando dello ESRB si è accennato alla proposta della Commissione europea in relazione ad una nuova vigilanza bancaria. La proposta prende le mosse dal Rapporto “Verso un'autentica unione economica e monetaria”¹¹³, presentato poco prima dell'estate 2012 dal Presidente Van Rompuy al Consiglio europeo e preparato in collaborazione con i Presidenti della Commissione europea, dell'Eurogruppo e della BCE.

La proposta illustra i “quattro elementi costitutivi essenziali” della futura Unione economico monetaria (“UEM”): un quadro finanziario integrato, un quadro di bilancio integrato, un quadro integrato di politica economica e il rafforzamento della legittimità democratica e della responsabilità.

La nebulosità delle dichiarazioni di principio è presto dissolta se si fa riferimento al testo della proposta della Commissione: l'obiettivo dichiarato consiste nella creazione di una nuova architettura della vigilanza bancaria che tenga conto dell'Unione economica e monetaria, fondata sui tre pilastri dell'integrazione finanziaria, di bilancio ed economica¹¹⁴.

¹¹² G. PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, 78 e SCARONI, *op. cit.*, p. 764 ss. In particolare, con riferimento all'ordinamento italiano, la dottrina propende per qualificare la responsabilità delle agenzie dei *rating* nei confronti degli investitori quale responsabilità extracontrattuale. L'assenza di obblighi specifici in ordine alla correttezza delle informazioni fornite rende particolarmente gravoso l'onere della prova del nesso di causalità tra *rating* inaffidabile e danno subito.

¹¹³ Disponibile su: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/it/ec/132594.pdf

Si tratta della proposta di Regolamento del Consiglio che attribuisce alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, COM(2012) 511 definitivo, Bruxelles, 12 settembre 2012; e della proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (UE) n. 1093/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea) per quanto riguarda l'interazione di detto regolamento con il regolamento (UE) n. .../... che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, COM(2012) 512 definitivo, Bruxelles, 12 settembre 2012.

¹¹⁴ S. MICOSI, *Indagine conoscitiva in relazione all'esame degli atti comunitari n. COM(2012) 280, n. COM(2012) 511 e n. COM(2012) 512, concernenti la risoluzione delle crisi e la vigilanza prudenziale degli enti creditizi*, Audizione del Direttore Generale dell'Assonime al Senato, Roma, 6 novembre 2012.



Il pacchetto di misure si articola in due proposte¹¹⁵ di regolamento che prevedono: (i) la creazione di un sistema unico di vigilanza (*Single Supervisory Mechanism*, “SSM”) affidato alla BCE; (ii) la modifica del regolamento istitutivo (1093/2010) dell’EBA, in particolare estendendo i poteri di risoluzione delle controversie tra autorità nazionali e di azione in casi di emergenza anche nei confronti della BCE.

La Commissione ha anche annunciato proposte per la creazione di un meccanismo unico per la risoluzione delle crisi bancarie *cross border*, soluzione ritenuta più efficiente rispetto alla collaborazione (non sempre efficace) del *network* delle autorità nazionali.

Per quanto riguarda l’ambito di applicazione del *Single Supervisory Method*, la nuova competenza esclusiva sulla vigilanza bancaria della BCE troverebbe applicazione nei confronti di tutte le banche aventi sede (o operanti?) nell’Eurozona, con un processo graduale di entrata in vigore in tre fasi: da gennaio 2013 alle banche che hanno richiesto o beneficiano di aiuti di stato, da luglio 2013 alle banche *cross-border* o comunque di importanza sistemica, da gennaio 2014 a tutte le banche.

Quanto agli Stati membri non inclusi nell’Eurosistema, la Commissione ha previsto la possibilità di *opt-in*, attraverso un meccanismo di “stretta cooperazione” basato sull’assunzione volontaria di tutte le obbligazioni legali dei paesi dell’euro (articolo 6), con diritti di partecipazione alle decisioni limitati e con la possibilità per la BCE di escluderli unilateralmente dal meccanismo in caso di mancato rispetto degli obblighi assunti.

Queste proposte rappresentano, certamente, un segnale della continua attenzione che le istituzioni europee riservano al cammino verso l’integrazione economica tra Stati membri. Rappresentano anche una risposta alla crisi perdurante dei mercati finanziari poiché puntano, ancora una volta, sulla stabilità del sistema bancario per conferire stabilità al sistema finanziario nel suo complesso. Tuttavia, non mancano gli aspetti critici. In primo luogo, è evidente che la prospettata riforma del Regolamento istitutivo dell’EBA a poco più di un anno e mezzo dalla sua entrata in vigore denuncia un insuccesso dell’autorità. Un insuccesso che si è manifestato, sin dall’inizio dell’attività dell’EBA ed è forse legato alla tecnica della delegazione dei poteri (dagli le decisione prese dall’EBA devono essere adottate dalla Commissione europea per divenire efficaci). La BCE, in quanto istituzione dell’Unione (e, in quanto tale, prevista nei Trattati, a differenza dell’EBA), è dotata di potere normativo: può emanare atti vincolanti.

In secondo luogo, come già segnalato in altri commenti, non è detto che l’imposizione di regole che tendono a “centralizzare” l’attività di vigilanza sia lo strumento

¹¹⁵ Si tratta della proposta di Regolamento del Consiglio che attribuisce alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, COM(2012) 511 definitivo, Bruxelles, 12 settembre 2012; e della proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (UE) n. 1093/2010 che istituisce l’Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea) per quanto riguarda l’interazione di detto regolamento con il regolamento (UE) n. 512/2012 che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi.



migliore per limitare l'azzardo morale e l'eccessiva assunzione di rischi da parte delle banche, giacché in un sistema integrato, oltre a poteri uniformi di vigilanza sono necessarie la garanzia dei depositi e la gestione comune della risoluzione delle crisi.