

Le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari europei

Stefano Finesi

Giugno 2012

© LUISS Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

*Ringrazio il Prof. Eugenio Ruggiero per la revisione del presente articolo. Eventuali errori od omissioni, nonché opinioni espresse, rimangono a mio carico.

Introduzione- 1. Le proposte iniziali: il Rapporto De Larosière- / 2. L'istituzione del nuovo sistema di vigilanza europeo- / 2.1. La supervisione macroprudenziale: l'*European Systemic Risk Board*- 2.1.1.Struttura organizzativa dell'organismo- 2.1.1.a.(segue) in particolare, il Segretariato. Il ruolo della BCE- 2.1.2. Status giuridico, *accountability* ed indipendenza- 2.1.3.Missione, obiettivi, compiti e poteri- / 2.2. La supervisione microprudenziale: le *European Supervisory Authorities*- 2.2.1.a.L'*European Banking Authority*- 2.2.1.b. L'*European Securities and Markets Authority*- 2.2.1.c. L'*European Insurance and Occupational Pensions Authority*- 2.2.2. La *Joint Committee* delle ESAs- 2.2.3. Le autorità di vigilanza degli Stati membri- 2.2.4.Governance delle tre Authorities- 2.2.5.I poteri delle ESAs- 2.2.5.1. Normazione: i cd. "*Binding Technical Standards*"- 2.2.5.1.a. (segue) i limiti imposti dalla giurisprudenza Meroni e l'*endorsement* della Commissione- 2.2.5.2. La procedura di *enforcement*- 2.2.5.3. L'azione in caso di emergenza- 2.2.5.4. La procedura di mediazione vincolante- 2.2.5.5. La tutela della responsabilità fiscale degli Stati membri- 2.2.6. La protezione dei consumatori- 2.2.7. Il controllo sugli operatori e sulle attività dei mercati finanziari- /2.3. Cooperazione, connessioni e scambio di informazioni tra i livelli di supervisione- /2.4. Le basi giuridiche del nuovo sistema- / 3.Riflessioni riguardanti l'impatto sulle realtà nazionali: il caso della vigilanza finanziaria italiana /4. Una valutazione d'insieme.

Introduzione

La crisi finanziaria ha reso palese la necessità di rivisitare il quadro di regolazione e supervisione che governa l'integrazione finanziaria nell'Unione Europea, incentrato sulla cd. procedura Lamfalussy¹, istituita per far fronte

¹ Essa prevede quattro livelli di normazione:

- Livello 1: si adottano, con la normale procedura di codecisione del Consiglio e del Parlamento europeo, i principi generali destinati a regolare la materia oggetto dell'atto comunitario;

all'implementazione dell'ambizioso Financial Service Action Plan proposto dalla Commissione nel 1999². La nuova architettura creata dalla riforma europea non stravolge il modello Lamfalussy, che non richiese alcuna modifica al Trattato, ed il cui lavoro comportò una maggiore velocità ed efficienza nell'iter legislativo riguardante i servizi finanziari, puntando piuttosto ad un rafforzamento dei Comitati di Livello 3, il cui operato finì per ottenere, nel monitoraggio del recepimento degli atti comunitari da parte degli Stati membri, una qualità ed una trasparenza della normazione elevate, un corretto approccio seguito per la convergenza, ma effetti nulli sulle pratiche delle autorità nazionali³. L'impianto fissato dai Regolamenti comunitari del 2010, pur presentando organismi inediti, per molti aspetti si distacca dalle proposte iniziali⁴, lasciando ampi spazi di manovra agli Stati membri, i quali rimangono

-
- Livello 2: la Commissione, coadiuvata da Comitati di esperti di "Livello 2" (o "regolatori"), ossia l'European Securities Committee- ESC, l'European Banking Committee- EBC, l'European Insurance and Occupational Pensions Committee- EIOPC, definisce le misure di esecuzione delle predette norme di principio del primo livello (cd. comitologia);
 - Livello 3: i Comitati di "Livello 3" (o "supervisor"), ossia Committee of Securities Regulators- CESR, Committee of European Banking Supervisors- CEBS, Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors- CEIOPS, coordinano la trasposizione e l'applicazione coerente ed uniforme dei regolamenti a livello 1 e 2 negli Stati membri, sviluppando standards e linee guida al fine di armonizzare la pratica di vigilanza sul mercato europeo dei servizi finanziari;
 - Livello 4: è costituito dall'attuazione e dal controllo dell'applicazione del diritto comunitario ad opera della Commissione.

Più dettagliatamente, cfr. Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, *Final Report*, February 2001, consultabile su http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf .

² Il Piano costituiva un vasto programma di riforma volto ad affinare il quadro normativo per i mercati finanziari, contenendo ben quarantadue misure da adottare entro il 2005. V. European Commission, *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM(1999)232, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf .

³ Si fa qui riferimento ad una survey condotta per misurare il successo del CEBS nel 2006, ricordata da A. ENRIA "Nuove architetture e nuove regolamentazioni di vigilanza in Europa", Intervento presso il Congresso Annuale delle Associazioni dei Mercati (AIAF, ASSIOM, ATIC-FOREX), Napoli, 13 febbraio 2010, p.11.

⁴ In questo senso, G. CAROSIO *Indagine conoscitiva sugli strumenti di vigilanza europea dei mercati finanziari, creditizi e assicurativi*, audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, presso Senato della Repubblica, 16 dicembre 2009, p.8 : "l'esigenza di definire una posizione di compromesso tra le diverse visioni sostenute dagli Stati membri nel negoziato presso il Consiglio ha determinato modifiche significative delle proposte iniziali presentate dalla

gli unici titolari della vigilanza finanziaria. La giustificazione di tale ultima scelta è triplice, ed ha carattere sia giuridico che pratico⁵. In primis, l'impianto delle direttive in materia prevede una ripartizione delle competenze fra le autorità nazionali basate sul sistema *home-host*. Secondariamente, il mantenimento della vigilanza a livello nazionale è coerente con il principio di sussidiarietà insito nel Trattato, sulla scorta della considerazione che le autorità nazionali intrattengono relazioni più ampie con gli istituti finanziari supervisionati, nonché hanno maggiori possibilità di sfruttare la conoscenza del *modus operandi* di questi ultimi. Si vuol tuttavia anticipare un certo disaccordo riguardo a tal punto: la crisi ha mostrato come conoscere appieno l'attività *cross-border* e *cross-sector* di tali enti sia cosa non facile e come spesso i Governi nazionali faticino a salvare istituti "*too big to fail*". Un ultimo argomento, decisivo e difficilmente opinabile, è che gli interventi di risanamento o di salvataggio sono a carico delle pubbliche finanze dello Stato membro ove l'istituzione finanziaria è insediata.

Emerge dunque un orientamento *two-tier*: da un lato regolamentazione, che nel presente contesto riguarda la produzione di regole, linee guida ed interventi normativi volti ad assicurare un omogeneo *level playing field*; dall'altro supervisione, implicante l'attività di vigilanza quotidiana sugli istituti finanziari esercitata dai regolatori nazionali, che assumono un ruolo fondamentale nel far rispettare le regole fissate a livello europeo, suscettibili di esser frustrate da interpretazioni divergenti nei vari Stati membri⁶.

In questa sede si tenterà di fornire un quadro essenziale dell'attuale assetto di supervisione finanziaria europeo, prendendo le mosse dal Rapporto De Larosière, ripercorrendo l'iter legislativo del nuovo sistema ed evidenziando i profili giuridici maggiormente rilevanti.

Commissione e ha portato a soluzioni che per alcuni aspetti non realizzano appieno il potenziale innovativo dello schema di riforma contenuto nel rapporto de Larosière".

⁵ G. GODANO "*La vigilanza bancaria europea. Problemi e prospettive*", in *Queste Istituzioni*, 152, 2009, p. 35.

⁶ Spesso considerati intercambiabili oltreché connessi, data anche la frequente concentrazione di entrambi in capo ad una medesima autorità, i termini "supervisione" e "regolazione", articolazioni del concetto di vigilanza sul sistema finanziario, differiscono sul piano teorico. Con il primo si indica infatti una funzione di monitoraggio ed *enforcement*, il secondo indica una funzione normativa. Con "gestione e risoluzione della crisi" ci si riferisce invece agli strumenti a disposizione dei supervisori per fronteggiare la crisi, nello specifico, l'assistenza di cd. *lender of last resort*, l'assicurazione dei depositi, i procedimenti di insolvenza.

1. Le proposte iniziali: il Rapporto De Larosière

La Commissione europea, al fine di riformare il sistema di vigilanza finanziaria europeo, ha incaricato un Gruppo di esperti di alto livello⁷ di formulare delle proposte volte a :

- considerare possibili rafforzamenti per una vigilanza che garantisca la solidità prudenziale degli istituti, l'ordinario funzionamento dei mercati e la tutela di depositanti, risparmiatori ed assicurati;
- migliorare la cooperazione tra le autorità nazionali degli Stati membri in materia di vigilanza della stabilità del sistema finanziario, allarmi tempestivi e gestione delle crisi, inclusa la gestione dei rischi transfrontalieri e intersettoriali, nonché la cooperazione con le controparti internazionali per contribuire alla tutela della stabilità finanziaria a livello globale.

Il Rapporto prodotto dal Gruppo De Larosière è strutturato in quattro capitoli⁸. Nel terzo capitolo, seconda sezione, sono indicati i difetti della vigilanza europea evidenziati dalla crisi: assenza di un'adeguata vigilanza macroprudenziale, inefficacia del sistema di allarmi preventivi una volta individuati rischi macroprudenziali, problemi di competenze delle autorità nazionali, debolezza delle *peer reviews* nel contestare le prassi di vigilanza nazionali, mancanza di fiducia reciproca tra i supervisori nazionali nel momento cruciale della crisi, difformità dei poteri di vigilanza fra i vari Stati membri, poche risorse e decisioni non vincolanti a disposizione dei Comitati di livello 3.

Vengono dunque formulate, nella sezione successiva, due proposte di riforma, volte a modificare l'assetto di supervisione europeo, l'una a breve termine, l'altra a lungo termine.

⁷ Per il mandato assegnato al Gruppo De Larosière, si veda *"The High Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques De Larosière, Report"*, Brussels, 25 febbraio 2009, Annex I, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

⁸ Il primo capitolo, pp.7-12, intitolato *"Causes of the Financial Crisis"*, analizza le cause della crisi finanziaria; il secondo, pp.13-37, *"Policy and Regulatory Repair"*, contiene raccomandazioni sugli sviluppi necessari per incrementare il quadro regolatorio, sì da rafforzare le regole esistenti e riempire i vuoti normativi; il terzo, pp.38-58, *"EU Supervisory Repair"*, indica le modifiche da apportare alla supervisione del sistema finanziario europeo, in particolare, la terza sezione del capitolo propone un sistema di vigilanza europeo; il quarto, pp.59-68, *"Global Repair"*, considera le riforme da intraprendere a livello globale, rafforzando il Financial Stability Board e l'International Monetary Fund.

- La riforma da svolgere a breve termine si concreterebbe nel rafforzare la qualità della supervisione a livello europeo, nonché quella esercitata dalle autorità di vigilanza nazionali. In particolare, a livello europeo, si prevede la creazione di un sistema europeo di vigilanza⁹, basato su due nuovi organi : l'*European Systemic Risk Council*, incaricato della supervisione macroprudenziale, fungente da centro di allarmi preventivi per il rischio sistemico, operante sotto l'egida e con il supporto logistico della BCE¹⁰, e l'*European System of Financial Supervision* (ESFS), responsabile della supervisione microprudenziale, struttura decentrata, operante con comitati di livello 3 potenziati ("Autorità") nel rispetto dei principi di sussidiarietà e proporzionalità, in modo da preservare la vigilanza quotidiana in capo alle autorità nazionali¹¹. Riguardo allo stabilimento dell'ESFS, che richiederà importanti modifiche istituzionali, legislative ed operative, così come un vasto consenso politico, vengono previste due fasi.

Il termine della prima è fissato per la fine del 2010, ed entro tale data si dovrà: completare l'iter legislativo per trasformare in Autorità i Comitati di livello 3¹²; stabilire, già a partire dalla fine del 2009, dei collegi di supervisori¹³ per le istituzioni finanziarie *cross-border* aventi rilevanza sistemica¹⁴; potenziare i

⁹ In verità si parla, nel cap.3, sez.3, di un "Sistema europeo di vigilanza e gestione delle crisi". Il Gruppo de Larosière precisa infatti al par.192 del Rapporto che regolamentazione, supervisione e gestione/risoluzione della crisi sono "intrinsecamente correlate e formano un continuum". Tuttavia, come nota C. GORTSOS, *"The proposals of the Larosière Group on the future of financial supervision in the European Union"*, p.130 in M. GIOVANOLI, D. DEVOS, *"International Monetary and Financial Law. The global crisis"*, Oxford University Press, 2010, il Rapporto si esprime sulle tematiche di supervisione e gestione delle crisi in modo asimmetrico: riguardo all'ultima tematica infatti, il Gruppo si occupa frammentariamente di una serie di iniziative concernenti le regole grazie alle quali risolvere la crisi (soprattutto in relazione al risanamento e liquidazione degli enti creditizi), ma non delle autorità in capo alle quali è posta l'attuazione delle politiche rilevanti in merito.

¹⁰ Par.177.

¹¹ Par.184.

¹² Par.194.

¹³ Par.203. Riguardo a tali Collegi, un primo rafforzamento fu dato dalla Direttiva 2009/111/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, che modifica le direttive 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2007/64/CE (cd. CRD II), per quanto riguarda gli enti creditizi collegati a organismi centrali, taluni elementi dei fondi propri, i grandi fidi, i meccanismi di vigilanza e la gestione delle crisi, ed altresì dalle linee guida proposte dai Comitati di livello 3, v. ad es. CEBS, 2010, *Guidelines for the Operational Functioning of Colleges*.

¹⁴ Conosciute anche come SIFIs, *Systemically Important Financial Institutions*, sono definite dal FSB come istituzioni finanziarie "whose disorderly failure, because of their size, complexity

Comitati di livello 3, tramite incremento del budget loro destinato, sviluppo delle *peer reviews* in processi di mediazione vincolanti, rafforzamento della cooperazione tra i Comitati, ridefinizione delle priorità loro assegnate e passaggio alle votazioni a maggioranza qualificata¹⁵; favorire, per l'inizio del 2013, l'armonizzazione delle normative prudenziali, eliminando il cd. *goldplating*¹⁶, ed assicurando una certa consistenza ed uniformità nelle azioni regolamentari, in particolare nella formulazione delle regole, nell'allocazione dei poteri, nell'applicazione di sanzioni, ciò anche sul versante della gestione delle crisi, in particolare per gli aspetti di diritto societario e fallimentare¹⁷.

In questa fase si dovrà poi rinforzare la supervisione a livello nazionale¹⁸ allineando le competenze e i poteri delle autorità di vigilanza al sistema più completo esistente nell'Unione¹⁹, aumentando la remunerazione degli addetti alla vigilanza, promuovendo scambi di personale tra il settore privato e le autorità di vigilanza volti ad attuare una politica del personale moderna e in grado di attirare interessati; inoltre i Comitati di livello 3 dovrebbero cercare di favorire la formazione e gli scambi di personale per creare una forte cultura europea della vigilanza, istituire con l'ESRC dei meccanismi giuridicamente

and systemic interconnectedness, would cause significant disruption to the wider financial system and economic activity". Cfr. "Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions – FSB Recommendations and Time Lines", 20 October 2010, su http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101111a.pdf?frames=0. Si tenga presente che nel Rapporto De Larosière non vi è alcuna chiara definizione operativa di queste istituzioni.

¹⁵ Par.202. Tali modifiche sono state intraprese tramite le Decisioni 2009/77/CE, 2009/78/CE, 2009/79/CE della Commissione.

¹⁶ Per "goldplating" si intende la pratica dell'inserimento di eccezioni, deroghe o aggiunte, da parte degli Stati membri, negli atti nazionali di recepimento della legislazione comunitaria. Ciò crea delle divergenze nelle regole, che secondo il Gruppo vanno eliminate per assicurare l'efficienza e la coerenza del mercato europeo. Par.198 e ss. del Rapporto.

¹⁷ Quali liquidazione, trasferibilità delle attività, bancarotta. V. par.204. Si ricorda che, in materia, le normative nazionali non sono soggette al principio di armonizzazione minima, e la Direttiva 2001/24/CE in materia di risanamento e liquidazione degli enti creditizi, armonizza solo le norme riguardanti il *conflict-of-laws*, lasciando intatta la normativa sostanziale relativa alla liquidazione. La direttiva segue i principi dell'*home country control* e *mutual recognition*, propugnando l'"*universality principle*", in base al quale le regole di liquidazione dello Stato d'origine si applicano a tutte le branche transnazionali nell'Unione.

¹⁸ Par.195.

¹⁹ Non si specifica tuttavia chi debba stabilire quale sia il sistema più completo, né in che modo tale valutazione debba essere condotta.

vincolanti che permettano, a seguito di un allarme di rischio segnalato dall'ESRC, l'inizio delle azioni necessarie per un esame tempestivo della politica regolamentare, di vigilanza o monetaria a livello europeo, nonché, congiuntamente con la Commissione, esaminare il livello di indipendenza di tutte le autorità nazionali di vigilanza, al fine di fornire raccomandazioni per il loro miglioramento, inclusi gli aspetti concernenti il loro finanziamento.

Nella seconda fase, prevista per il 2011/2012, l'Unione Europea si dovrebbe dotare di un sistema integrato di vigilanza finanziaria, completando la trasformazione dei Comitati in tre Autorità²⁰, con un certo tipo di *governance* ed un bilancio autonomo, il più possibile indipendenti dalle istituzioni europee ma formalmente responsabili di fronte ad esse²¹, definendo i compiti di queste ultime²²; le istituzioni UE, riguardo alla gestione e risoluzione della crisi, dovrebbero infine adottare le menzionate modifiche legislative in materia societaria e fallimentare, al fine di garantire un'uguale ed elevato livello di protezione a tutti i depositari, gli investitori e i detentori di polizze, evitando così distorsioni della concorrenza tra istituti e settori²³. Nel Rapporto si riconosce la possibile difficoltà nell'attuare tali raccomandazioni, ma si sottolinea l'importanza e la necessità di tali riforme per ristabilire la fiducia nei rapporti tra supervisor del paese d'origine e del paese ospitante, incrinata dagli sviluppi della crisi²⁴.

- La seconda proposta, per il lungo termine, è illustrata nella quinta sezione del capitolo terzo²⁵. Essa consiste nel valutare, dopo aver proceduto ad un riesame entro tre anni dall'entrata in vigore della seconda fase, la possibilità di trasformare l'ESFS in un sistema semplificato che si appoggi su due sole Autorità, seguendo un orientamento *twin peaks*: un'Autorità sarebbe incaricata del settore bancario e assicurativo e di qualsiasi altro aspetto connesso alla

²⁰ Par.205 e ss.

²¹ Par.209-211.

²² Come indicati al par.208. I nuovi compiti riguarderebbero le istituzioni *cross-border*, e alcuni istituti specifici quali le agenzie di rating, la regolamentazione, norme e pratiche di vigilanza, aspetti macroprudenziali, la gestione delle crisi e le questioni internazionali.

²³ Par.212.

²⁴ Par.213.

²⁵ Par.215-218.

stabilità finanziaria (es. *hedge funds* o SIFIs), l'altra si occuperebbe di questioni inerenti alla condotta negli affari e al mercato nei tre principali settori finanziari. Ove fosse necessario, in base a successive valutazioni, sarebbe altresì opportuno ampliare i poteri regolamentari delle Autorità in termini di applicazione orizzontale. Questa seconda proposta, probabilmente più radicale rispetto alla prima, è, secondo il Gruppo, difficilmente realizzabile. L'idea di unificare tutte le attività di vigilanza degli istituti *cross-border* a livello europeo²⁶ va presa in considerazione solo se supportata da "elementi inconfutabili". A meno che non l'Europa non proceda ad un'integrazione politica più profonda, appare ragionevole dubitare dell'applicazione di tale seconda proposta, come fa il Gruppo, che considera i costi, la complessità, le implicazioni politiche e la problematica ripartizione degli oneri transfrontalieri ad essa legati²⁷.

L'approccio seguito nel Rapporto, che propugna un sistema di vigilanza decentralizzato, può definirsi pragmatico, dato l'attuale livello di integrazione politica ed economica, e si ispira a diversi principi²⁸. Il Gruppo ha infatti formulato le sue proposte tenendo conto delle tempistiche di attuazione: una modifica al Trattato avrebbe richiesto tempi più lunghi, rischiando di far prevalere nel lungo termine gli interessi nazionali. Agire nell'immediato era dunque una priorità e, per far fronte ai problemi emersi dalla crisi, fu ritenuto opportuno agire nei limiti consentiti dalla normativa e dalle strutture preesistenti. Altra esigenza fu quella di fornire proposte caratterizzate da completezza, che si occupassero cioè di tutti i profili della vigilanza nonché di tutte le funzioni e le forme di intermediazione. Gli organismi di vigilanza scaturenti, infine, godendo di un certo margine discrezionale grazie alla loro indipendenza politica e finanziaria e di una legittimità in base alla quale avrebbero risposto istituzionalmente delle loro azioni, avrebbero dovuto operare in ossequio ai principi di sussidiarietà e proporzionalità, come richiesto dal Trattato.

²⁶ Creando così un sistema di vigilanza su due livelli, supervisionando da una parte le istituzioni *cross-border*, dall'altra le istituzioni nazionali.

²⁷ Par.218.

²⁸ Cfr. R. MASERA, "La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del rapporto de Larosière", in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2009, p.164.

2. L'istituzione del nuovo sistema di vigilanza europeo

A seguito della Comunicazione della Commissione Europea del maggio 2009, della conferma in sede Ecofin nel 9 giugno 2009²⁹ e da parte del Consiglio Europeo nel 18-19 giugno 2009, l'assetto predisposto dal Rapporto venne recepito nelle proposte legislative della Commissione nel 23 settembre 2009³⁰:

- tre proposte di regolamento finalizzate alla creazione di tre *European Supervisory Authorities* (ESA) per la sorveglianza microprudenziale: l'*European Banking Authority* (EBA), l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA), l'*European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA);
- una proposta di regolamento per la supervisione macroprudenziale del sistema finanziario che stabilisce un *European Systemic Risk Board* (ESRB)³¹, accompagnata da una proposta di decisione del Consiglio che affida alla BCE nuovi compiti di assistenza all'ESRB;
- una proposta di direttiva (cd. "Omnibus"), volta a modificare alcune direttive, in relazione ai poteri delle ESAs.

Dopo l'approvazione da parte del Parlamento nel settembre 2010, e dopo l'adozione, da parte del Consiglio, dei testi legislativi che stabiliscono l'ESRB e le ESAs, il 15 dicembre 2010 i relativi atti legislativi vengono pubblicati sull'*Official Journal of the European Union*, per entrare in vigore nel giorno successivo³².

L'*European System of Financial Supervision* persegue la finalità di sorvegliare il sistema finanziario europeo, ponendosi in particolare l'obiettivo di assicurare un'adeguata attuazione delle normative applicabili al settore finanziario, di

²⁹ E' bene evidenziare che in tal sede, per la prima volta si manifestò la necessità di formare un *single rulebook*, al fine di rimuovere le differenze nelle legislazioni nazionali. Si veda Council of the European Union, Economic and Financial Affairs, 2948th Council, Press Release 10737/09 (Presse168),p.11
http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/108392.pdf

³⁰ Per una panoramica completa della legislazione in merito si rimanda a http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm

³¹ E' in sede di Consiglio che la parola "Board" ha preso il posto di "Council", forse per analogia con "Financial Stability Board", o per evitare confusioni con il Consiglio dei Ministri Europeo e con il Consiglio Europeo.

³² Fa eccezione la Direttiva 2010/78/UE, in vigore dopo venti giorni dalla pubblicazione.

preservare la stabilità finanziaria, di ripristinare la fiducia nell'intero sistema finanziario nonché la protezione dei consumatori. Esso comprende l'ESRB, le tre ESAs, una *Joint Committee* delle ESAs, le autorità di vigilanza nazionali competenti indicate nei regolamenti delle ESAs³³.

Si procederà ora ad un'analisi dei vari enti, operativi a partire dal gennaio 2011, tracciando una distinzione tra supervisione macroprudenziale, componente innovativa della riforma, e supervisione microprudenziale. Fine della prima è limitare la probabilità di fallimento, e costi corrispondenti, di porzioni significative del sistema finanziario, in risposta al rischio sistemico; la seconda si prefigge invece di limitare la probabilità di fallimento di singoli enti finanziari, in risposta al rischio idiosincratico³⁴.

2.1. La supervisione macroprudenziale: l'*European Systemic Risk Board*

Una delle principali falle del sistema finanziario globale pre crisi è stata la mancanza di un adeguato controllo macroprudenziale, in grado di fornire una visuale onnicomprensiva, che includesse tutti i settori della finanza nonché il più ampio contesto macroeconomico. Analogamente alla riforma americana³⁵, quella europea provvede a colmare tale lacuna con l'istituzione di un organismo senza precedenti, l'*European Systemic Risk Board* (ESRB). Esso trova la sua disciplina nel Regolamento 1092/2010/UE, relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione Europea e che istituisce un Comitato per il rischio sistemico³⁶. Nel 33° Considerando, si dichiara che l'obiettivo di una vigilanza macroprudenziale efficace non può essere conseguito sufficientemente a livello nazionale, vista la corrente integrazione dei mercati finanziari europei, può dunque essere conseguito meglio a livello europeo in aderenza ai principi di sussidiarietà e proporzionalità. Si noti sin da ora che di "rischio sistemico" viene data una definizione alquanto generica nel

³³ Si veda Reg. 1092/2010/UE, art.1 , nonché Reg. 1093-4-5/2010/UE, art.2.

³⁴ In tal senso, L. BINI SMAGHI, "*Going forward: Regulation and Supervision after the financial turmoil*", Paolo Baffi Research Paper No.2009-47, consultabile su <http://ssrn.com>. L'Autore distingue l'ambito di applicazione della supervisione macroprudenziale in due dimensioni: la prima concernente l'analisi e il monitoraggio del rischio, la seconda il contenimento dei rischi individuati, richiedente specifici strumenti.

³⁵ Ove la Sec.111 del Titolo I del Dodd-Frank Act istituisce il *Financial Stability Oversight Council*.

³⁶ D'ora in avanti Regolamento ESRB.

Regolamento³⁷, confermando così le difficoltà interpretative riguardanti tale concetto³⁸.

2.1.1. Struttura organizzativa dell'organismo

La sede di questo nuovo organismo è Francoforte sul Meno³⁹. La sua struttura organizzativa è regolata dal Capo II del Regolamento. L'ESRB è presieduto dal Presidente della BCE nei primi cinque anni dall'entrata in vigore del Regolamento⁴⁰, tuttavia, modalità diverse di mandato potranno essere previste dopo il riesame dell'organismo fissato per la fine del 2013⁴¹. Sono poi eletti due Vice-Presidenti: il primo viene eletto da e tra i membri del consiglio generale della BCE, anch'egli è in carica per cinque anni, con mandato rinnovabile solo una volta⁴²; il secondo è il Presidente della *Joint Committee* delle ESAs⁴³.

L'ESRB si compone di un *General Board*, principale organo decisionale, di uno *Steering Committee*, incaricato di sorvegliare il funzionamento dell'ESRB, di un

³⁷ Si riporta l'art.2 del Regolamento : “Ai fini del presente regolamento si intende per: [...] c) “rischio sistemico” un rischio di perturbazione del sistema finanziario che può avere gravi conseguenze negative per il mercato interno e l'economia reale. Tutti i tipi di intermediari, mercati e infrastrutture finanziari sono potenzialmente importanti in certa misura per il sistema”.

³⁸ Nel trovarne un comune denominatore si tende a porre l'attenzione non solo sugli shock originari (“idiosincratici”, affliggenti solo la singola istituzione finanziaria o il prezzo del singolo *asset*, o “sistematici”, affliggenti l'intero sistema economico, ad esempio colpendo tutte le istituzioni finanziarie) ma anche sui loro meccanismi di trasmissione a livello domestico e globale. Il potenziale dell'instabilità del sistema aumenta infatti in maniera direttamente proporzionale al livello di connessione. Sono individuabili quattro canali attraverso cui si propaga la crisi: quello fornito dai legami tra banche, istituti e strumenti finanziari, quello del sistema di pagamenti, quello relativo all'informazione sui prezzi degli *assets*, e il canale psicologico della percezione del pubblico. Sul punto, più diffusamente, R.M. LASTRA “*Systemic risk, SIFIs and financial stability*”, in *Capital Markets Law Journal*, 2011, Vol.6, No.2, p.201.

³⁹ Regolamento ESRB, art.1.

⁴⁰ *Ivi*, art.5.

⁴¹ Tale articolo rimanda all'art.20.

⁴² *Ivi*, art.5, p.2. Si aggiunge che nell'eleggerlo si dovrà “tenere conto delle necessità di una rappresentanza equilibrata degli Stati membri in generale e tra quelli la cui moneta è l'euro e quelli la cui moneta non è l'euro”. Ciò non garantisce in termini perentori la presenza continua nei vertici dell'ESRB di un governatore di una banca centrale non appartenente all'eurozona.

⁴³ Art.5, p.3.

Segretariato, punto di raccolta ed analisi dei dati, di un *Advisory Technical Committee* e di un *Advisory Scientific Committee* che forniscono assistenza e consulenza sugli aspetti tecnici⁴⁴.

- *General Board*

Rappresenta l'organo decisionale dell'ESRB. Vi siedono ben 65 membri, 37 dei quali con diritto di voto, ossia il Presidente ed il Vice Presidente della BCE, i governatori delle banche centrali, un membro della Commissione, i Presidenti delle tre ESAs, il Presidente ed i due Vice-Presidenti dell'*Advisory Scientific Committee* ed il Presidente dell'*Advisory Technical Committee*. Ogni membro votante esprime un solo voto, le decisioni sono adottate a maggioranza semplice⁴⁵. In caso di parità prevale il voto del Presidente. Tuttavia si richiede una maggioranza di due terzi per l'adozione di raccomandazioni o per rendere segnalazioni o raccomandazioni pubbliche⁴⁶. Il quorum per la validità del voto è di due terzi dei membri votanti, e qualora tale soglia non venga raggiunta in prima battuta, il Presidente può convocare una riunione straordinaria in cui il quorum sufficiente è di un terzo dei membri votanti⁴⁷.

I restanti membri privi del diritto di voto sono un rappresentante delle competenti autorità di vigilanza per Stato membro ed il Presidente del Comitato Economico e Finanziario⁴⁸.

Tutti i membri sono tenuti ad esercitare le loro funzioni in piena imparzialità e nell'interesse esclusivo dell'Unione. A tal fine né chiedono né accettano istruzioni da Stati membri, istituzioni dell'Unione o altri soggetti pubblici o privati, non possono inoltre svolgere funzioni nel settore finanziario⁴⁹. Sono inoltre tenuti, insieme al personale, al segreto professionale sulle informazioni

⁴⁴ Art.4, p.1.

⁴⁵ Art.10.

⁴⁶ Art.10, p.3, ed art.18, p.1.

⁴⁷ Art.10, p.4. Tale disposizione non si applica alle segnalazioni e raccomandazioni pubbliche come prevede l'art.18, p.1.

⁴⁸ Art.6, p.2.

⁴⁹ Art.7.

attinenti allo svolgimento dei loro compiti anche dopo la cessazione delle loro funzioni⁵⁰.

Le riunioni del *General Board* in seduta plenaria, aventi carattere di riservatezza, si tengono almeno quattro volte l'anno, su convocazione del Presidente. E' prevista altresì la convocazione di sedute straordinarie su iniziativa del Presidente o su richiesta di almeno un terzo dei membri votanti⁵¹. A queste riunioni possono partecipare, seppur con dei limiti, i Paesi terzi e gli Stati dell'EEA⁵², e possono essere invitati rappresentanti di alto livello di organizzazioni finanziarie internazionali⁵³.

Il *General Board* adotta il regolamento interno dell'ESRB⁵⁴.

- *Steering Committee*

Tale comitato è composto dal Presidente e dal primo Vice-Presidente dell'ESRB, dal Vice-Presidente della BCE, da altri quattro membri del *General Board* eletti per un periodo di tre anni da e tra i membri del *General Board* che sono altresì membri del consiglio generale della BCE, da un membro della Commissione, dai Presidenti delle ESAs, dal Presidente del Comitato Economico e Finanziario, dai Presidenti dell'*Advisory Scientific Committee* e dell'*Advisory Technical Committee*⁵⁵. Tale organo si riunisce trimestralmente, prima di ogni seduta del *General Board*, su convocazione del Presidente dell'ESRB, il quale può fissare anche riunioni ad hoc⁵⁶. Ruolo dello *Steering Committee* è assistere l'ESRB nel processo decisionale, in particolare preparando le riunioni del *General Board*, esaminando i documenti da discutere e sorvegliando l'andamento dei lavori in corso in seno all'ESRB⁵⁷.

⁵⁰ Art.8.

⁵¹ Art.9, p.1.

⁵² Art.9, p.5.

⁵³ Art.9, p.4.

⁵⁴ Art.6, p.4.

⁵⁵ Regolamento ESRB, art.11.

⁵⁶ *Ibidem*.

⁵⁷ *Ivi*, art.4, p.3.

- *Advisory Technical Committee*

E' caratterizzato anch'esso da una vasta membership: vi siedono un rappresentante di ogni banca centrale nazionale e un rappresentante della BCE, un rappresentante delle autorità competenti di vigilanza per Stato membro, un rappresentante di ogni ESA, due rappresentanti della Commissione, un rappresentante del Comitato Economico e Finanziario ed un rappresentante dell'*Advisory Scientific Committee*⁵⁸. Il Presidente dell'organo è nominato dal *General Board* su proposta del Presidente dell'ESRB⁵⁹. Quest'organo fornisce opinioni e assistenza all'ESRB in materie tecniche, coadiuvato dal Segretariato e dotato di tutti i mezzi necessari per eseguire con successo i propri compiti⁶⁰.

- *Advisory Scientific Committee*⁶¹

E' un organo composto dal Presidente dell'*Advisory Technical Committee* e da quindici esperti indipendenti che “rappresentano un ampio ventaglio di competenze e di esperienze” proposti dallo *Steering Committee* e confermati dal *General Board* per un mandato rinnovabile di quattro anni⁶². Si noti che il 16° Considerando del Regolamento richiede che la composizione di tale organo debba tener conto di regole adeguate in materia di conflitto di interessi adottate dal *General Board*. Svolge il medesimo ruolo dell'*Advisory Technical Committee* alle medesime condizioni⁶³, tuttavia si prevede che, ove opportuno, l'*Advisory Scientific Committee* organizzi tempestivamente consultazioni con le parti interessate, quali operatori di mercato, associazioni di consumatori ed esperti accademici, in maniera aperta e trasparente, non trascurando però le esigenze di riservatezza⁶⁴.

⁵⁸ Art.13, p.1.

⁵⁹ Art.13, p.1.

⁶⁰ Art.13, pp.3,4,5, ed art.4, p.5. Il regolamento sembra richiedere non una semplice iniziativa dell'organo per l'esplicazione delle sue funzioni, bensì una richiesta del Presidente dell'ESRB.

⁶¹ E' bene sottolineare che tale organo fu aggiunto in sede di Consiglio, in quanto di esso non vi è traccia nella proposta di regolamento della Commissione. Ciò potrebbe essere scaturito dalla necessità di creare un punto di riferimento per le consultazioni con le parti interessate.

⁶² Regolamento ESRB, art.12, p.1.

⁶³ *Ivi*, art.12, p.3,4,6.

⁶⁴ Art.12, p.5.

2.1.1.a.(segue) in particolare, il Segretariato. Il ruolo della BCE

La disciplina del Segretariato viene soltanto accennata nel Regolamento ESRB, ove si afferma che esso è responsabile della gestione corrente dell'ESRB e che, sotto la direzione del Presidente e dello *Steering Committee* adempie alla sua missione di fornire all'organismo assistenza analitica, statistica, amministrativa e logistica di elevata qualità⁶⁵. Tale organo è infatti disciplinato più dettagliatamente nel Regolamento 1096/2010/UE, che conferisce alla BCE compiti specifici riguardanti il funzionamento dell'ESRB.

La *ratio* sottostante al coinvolgimento della BCE è fornita dal 7° Considerando del predetto regolamento ove si afferma che, considerate le sue competenze in materia macroprudenziale, la BCE può contribuire significativamente all'efficacia della sorveglianza macroprudenziale del sistema finanziario europeo. Il Consiglio europeo, nel creare questo legame tra ESRB e BCE, si avvale dell'art.127 TFUE che prevede la possibilità di affidare alla BCE compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale⁶⁶.

Nel Regolamento in questione si approfondisce ulteriormente la missione del Segretariato, specificando che essa comprende: la preparazione delle riunioni dell'ESRB; la raccolta e l'elaborazione di informazioni, anche statistiche, per conto dell'ESRB e per agevolarne lo svolgimento dei compiti; la preparazione delle analisi necessarie all'adempimento dei compiti dell'ESRB, avvalendosi della consulenza tecnica di banche centrali e delle autorità nazionali di vigilanza; l'assistenza all'ESRB nella cooperazione internazionale a livello amministrativo con le controparti che si occupino della materia macroprudenziale; l'assistenza ai lavori del *General Board*, dello *Steering Committee*, dell'*Advisory Technical Committee* e dell'*Advisory Scientific Committee*⁶⁷.

La BCE, nel compito di assicurare il Segretariato dell'ESRB, fornisce risorse umane⁶⁸ e finanziarie sufficienti e provvede a nominare il Capo del Segretariato in consultazione con il *General Board* dell'ESRB⁶⁹.

⁶⁵ Art.4, p.4.

⁶⁶ Regolamento 1096/2010/UE, 9° Considerando.

⁶⁷ Art. 2.

⁶⁸ L'8° Considerando del presente Regolamento dispone che al personale del Segretariato andranno applicate le condizioni d'impiego del personale della BCE.

Il Segretariato provvede a raccogliere periodicamente informazioni per conto dell'ESRB, e mette altresì a disposizione delle ESAs le informazioni sui rischi necessarie per lo svolgimento dei propri compiti⁷⁰. Questa trasmissione/ricezione di documenti ed informazioni avviene sotto una garanzia di massima riservatezza, incluso il rispetto del segreto professionale da parte del personale della BCE⁷¹.

2.1.2. Status giuridico, *accountability* ed indipendenza

L'ESRB viene istituito come nuovo organismo senza precedenti, indipendente, privo di personalità giuridica⁷² e non dotato di poteri vincolanti⁷³. La Commissione sottolineò i vantaggi derivanti dalla mancanza di personalità giuridica, traducendoli soprattutto in termini di flessibilità⁷⁴, considerando in particolare l'ampio raggio di operatività nonché la sensibilità della sua missione⁷⁵.

Tale strategia è dovuta anche al fatto che il diritto dell'Unione non permette di investire le agenzie del potere di adottare atti legislativi né di delegare ad esse poteri decisionali in materie in cui tali organi dovrebbero essere arbitri di interessi pubblici configgenti, esercitare una certa discrezione politica, o ancora occuparsi di complesse valutazioni economiche (compito spettante all'ESRB)⁷⁶.

⁶⁹ *Ivi*, art.3.

⁷⁰ Art.5.

⁷¹ Art.6.

⁷² E dunque non qualificabile come “agenzia” secondo la Commissione, la quale afferma che esse debbano avere personalità giuridica ed essere in grado di esercitare in ogni Stato membro, nel modo più ampio possibile, i poteri giuridici attribuibili alle persone giuridiche, in accordo con le legislazioni nazionali. Cfr. “*Draft Interinstitutional Agreement on the operating framework for the European regulatory agencies*”, COM(2005) 59, p.12.

⁷³ Regolamento ESRB, 15° Considerando, e COM(2009) 499, explanatory memorandum para. 4, 6.

⁷⁴ Cfr. COM(2009) 499, explanatory memorandum, para.4.

⁷⁵ *Ivi*, para.6.

⁷⁶ Si rimanda per un approfondimento sul punto, al par.2.2.5.1.a.

Per quel che riguarda il regime di responsabilità e la legittimità dell'organismo, le problematiche connesse a questi due aspetti sono inevitabilmente connessi al grado di potere e di influenza che l'organismo saprà esercitare⁷⁷. Si tenga presente che esso è dotato sì del solo potere di emettere raccomandazioni e allarmi, ma il suo pronunciarsi in merito a questioni macroprudenziali può potenzialmente influenzare l'intera Unione, gli Stati membri, le ESAs, le autorità di vigilanza nazionali e la Commissione.

Al momento, per ciò che concerne il regime di *accountability*⁷⁸ il Regolamento si limita a prevedere un obbligo di rendicontazione e di presentare relazioni: il Presidente dell'ESRB viene invitato, almeno una volta l'anno e più frequentemente in caso di crisi diffuse, a partecipare all'audizione dinanzi al Parlamento europeo in occasione della pubblicazione della relazione annuale dell'ESRB; egli procede poi, almeno due volte l'anno o più spesso se ritenuto opportuno, a discussioni orali a porte chiuse con il Presidente ed i Vice-Presidenti della Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo sulle attività dell'ESRB in corso⁷⁹. Nel caso si rivelasse opportuno, tale meccanismo potrà esser modificato in occasione del riesame del Regolamento⁸⁰.

La stretta vicinanza con la BCE, infine, potrebbe tradursi in un ostacolo all'indipendenza dell'ESRB. Tuttavia tale aspetto non sembra essere considerato con meticolosità nel Regolamento: ci si limita ad osservare che la BCE dovrebbe essere in grado di mantenere la sua indipendenza, demarcando così i compiti di politica monetaria ad essa assegnati dal TFUE da quelli assegnati all'ESRB⁸¹.

⁷⁷ Come osservano E. FERRAN, K. ALEXANDER, "Can Soft Law Bodies be effective? Soft Systemic Risk Oversight Bodies and the Special Case of the ESRB", in *European Law Review* 2010, 35 (6), p.767.

⁷⁸ Si noti che ai sensi dei Regolamenti delle ESAs, art.3., l'ESRB è, insieme ad altri componenti dell'ESFS, responsabile di fronte al Parlamento europeo e al Consiglio.

⁷⁹ Regolamento ESRB, art.19.

⁸⁰ *Ivi*, art.20.

⁸¹ Regolamento ESRB, 6° Considerando.

2.1.3. Missione, obiettivi, compiti e poteri

Nel Regolamento sono precisati l'ambiziosa missione e gli obiettivi dell'ESRB. Questo è "responsabile della vigilanza macroprudenziale 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 la diffusione di turbolenze finanziarie. Esso contribuisce al corretto funzionamento del mercato interno garantendo che il settore finanziario contribuisca in maniera duratura alla crescita economica"⁸². Si specificano poi i compiti, che consistono in: raccolta ed analisi delle informazioni rilevanti; identificazione e classificazione dei rischi sistemici; emissione di segnalazioni qualora i rischi sistemici siano considerati significativi, e di raccomandazioni per misure correttive in risposta a tali rischi, rendendole eventualmente pubbliche e sorvegliando che vengano seguite; segnalazioni confidenziali al Consiglio in caso di emergenza; cooperazione con le altre parti dell'ESFS, fornendo in particolare alle ESAs le informazioni sui rischi sistemici e sviluppando con la loro collaborazione indicatori quantitativi e qualitativi per la misurazione del rischio sistemico; partecipazione alla *Joint Committee* delle ESAs; coordinamento con organismi internazionali quali l'IMF e l'FSB ed organismi di Paesi terzi in merito a questioni di vigilanza macroprudenziale; svolgimento di altri compiti specificati nella legislazione europea⁸³.

Come si accennava in precedenza, di "rischio sistemico" non vi è una definizione precisa nella letteratura economica. La stessa definizione offerta dal Regolamento appare generica e non esauriente. Ciò potrebbe oscurare il potenziale contributo dell'ESRB alla solidità e alla stabilità dei mercati finanziari, compito strettamente connesso alla legislazione dell'Unione relativa al mercato interno dei servizi finanziari⁸⁴. L'imprecisione nella portata del suo mandato può inoltre impedire all'ESRB di costruire una solida reputazione e di giocare una certa influenza in relazione agli Stati membri, nel contesto

⁸² *Ivi*, art.3, p.1.

⁸³ Art.3, p.2.

⁸⁴ Regolamento ESRB, 31° Considerando.

dell'Unione e in campo internazionale⁸⁵. In ultima analisi, molto dipenderà dalla capacità dell'ESRB di capire e di definire il rischio sistemico, dalla quantità di informazioni disponibili⁸⁶, dallo stato dell'arte degli strumenti analitici per la valutazione dei rischi, dal quadro utilizzato per discernere gli elementi più importanti da tutto il resto⁸⁷. Un'altra condizione per il successo dell'ESRB sarà un quadro coerente per la supervisione macroprudenziale e per lo sviluppo delle politiche: molti strumenti politici usati per il livello macroprudenziale ricadono infatti in altri domini (ad es. nella supervisione microprudenziale, nella politica monetaria o fiscale) ed è quindi essenziale che siano predisposti effettivi meccanismi di coordinamento tra le autorità competenti⁸⁸. E' di assoluta importanza che il mandato della supervisione prudenziale sia definito con chiarezza.

Pur rientrando nella categoria degli organismi di “*soft-law*”, l'ESRB per alcuni aspetti vi si distingue. Esso dispone di vari strumenti per eseguire i compiti assegnati. Può richiedere informazioni alle ESAs, al SEBC, alla Commissione, alle autorità nazionali di vigilanza e alle autorità statistiche nazionali⁸⁹. Si noti che può soltanto “richiedere”, non essendovi alcun diritto ad ottenere le informazioni: ciò è coerente con il suo status di organismo *soft-law*. Tuttavia da quest'ultimo si differenzia, nella misura in cui si prevede un obbligo di

⁸⁵ E' riscontrabile anche un certo scetticismo riguardo alla sua “taglia”: vi è infatti chi sostiene che “given its size and composition, the ESRB is clearly a body that is designed for maximum inefficiency”, A. SIBERT “*Systemic Risk and the ESRB*”, Note, 2009, European Parliament, Directorate General for internal policies, Economic and Monetary Affairs, p.6.

⁸⁶ A tal fine giocherà un ruolo fondamentale l'efficacia dei meccanismi di condivisione delle informazioni stabiliti dai Regolamenti.

⁸⁷ Nello specifico, la supervisione macroprudenziale dovrà risolvere due questioni: la prima è come identificare, misurare e valutare le fonti di rischio sistemico; la seconda, come calibrare il tipo di strumenti politici che dovrebbero essere utilizzati al fine di eliminare la materializzazione dei rischi. Per rispondere, è necessario svolgere molta ricerca e perfezionare un set appropriato di strumenti e modelli analitici, cfr. V. CONSTÂNCIO *Speech at the ECB-CFS-CEPR conference on “Macro-prudential regulation as an approach to containing systemic risk: economic foundations, diagnostic tools and policy instruments”* at Frankfurt am Main, 27 September 2010.

⁸⁸ “*Financial Reform: what has been achieved and what remains to be done*”, Speech by Jean-Claude Trichet, Madrid, 13 May 2011.

⁸⁹ Regolamento ESRB, art.15, p.3-5.

cooperazione nello scambio di informazioni⁹⁰ che, se inadempito da parte del destinatario della richiesta, costituirebbe una violazione del diritto dell'Unione, cui potrebbe far seguito una formale azione di *enforcement*.

Le informazioni vengono generalmente richieste in forma sommaria o aggregata, in casi specifici e a determinate condizioni possono però richiedersi dati sulle singole istituzioni finanziarie⁹¹.

Qualora siano individuati rischi significativi, l'ESRB può effettuare segnalazioni, di natura sia generale che specifica, e formulare raccomandazioni per l'adozione di misure correttive, comprese, ove opportuno, iniziative legislative. Sia le segnalazioni che le raccomandazioni sono indirizzate all'intera Unione o a uno o più Stati membri, ad una o più ESA, o ad una o più autorità di vigilanza nazionali o, infine, alla Commissione per quel che riguarda la normativa pertinente dell'Unione⁹². Le raccomandazioni contengono un termine specifico per l'adozione dei provvedimenti richiesti⁹³ e non è previsto che siano destinate direttamente alle istituzioni finanziarie in quanto ciò rimane sotto la responsabilità degli Stati membri. Viene poi stabilita una classificazione dei livelli di rischio in base a un codice cromatico⁹⁴.

Sebbene le raccomandazioni non siano vincolanti, viene sancito tuttavia un meccanismo di "*act or explain*" per tutti i destinatari, obbligandoli a fornire adeguate spiegazioni in caso di inazione⁹⁵. Se l'ESRB non ritiene soddisfacente l'esecuzione delle raccomandazioni da parte dei destinatari, o considera inadeguate le giustificazioni circa l'inazione, con rigorosa riservatezza ne informa i destinatari, il Consiglio e, ove opportuno, l'ESA interessata⁹⁶. Inoltre, ove il destinatario non intenda seguire la raccomandazione dell'ESRB dovrà discuterne con il *Board of Supervisors* dell'ESA⁹⁷: le ESAs sono infatti tenute a

⁹⁰ Art.15, p.2.

⁹¹ Regolamento ESRB, art.15, p.6-7. Per quanto riguarda la posizione delle ESAs, si vedano i rispettivi Regolamenti 1093,1094,1095/2010/UE, art.36, p.2.

⁹² Regolamento ESRB, art.16, p.1-2.

⁹³ Art.16, p.3.

⁹⁴ Art.16, p.4.

⁹⁵ Art.17, p.1.

⁹⁶ Art.17, p.2.

⁹⁷ Si vedano i Regolamenti 1093,1094,1095/2010/UE, art.36, p.5.

cooperare con l'ESRB e ad assicurare un'appropriata esecuzione delle raccomandazioni e delle segnalazioni da esso provenienti, potendo così esercitare una pressione in favore dell'azione promossa dall'ESRB.

Il *General Board* dell'ESRB può poi decidere, come si è visto, di rendere pubbliche le segnalazioni/raccomandazioni, informando con sufficiente anticipo sia il Consiglio, sia i destinatari per permettere uno scambio di opinioni⁹⁸. In tal caso, la procedura in caso di inazione da parte del destinatario comporta un ammonimento da parte del Presidente dell'ESRB in sede di Parlamento europeo, con possibile scambio di opinioni con i destinatari.

Viene giustamente osservato come tale pubblicità negativa possa avere degli effetti destabilizzanti per il mercato, andandosi ben al di là del carattere "soft" di tale sanzione: si sottolinea quindi il pericolo che l'ESRB agisca troppo cautamente, se non in maniera esitante, per timore di scatenare ripercussioni negative con il meccanismo delle raccomandazioni pubbliche⁹⁹.

2.2. La supervisione microprudenziale: le *European Supervisory Authorities*

I regolamenti del Parlamento europeo e del Consiglio hanno dato origine a tre nuove agenzie per la supervisione microprudenziale seguendo la tradizionale ripartizione nei tre settori di mercato (bancario, assicurativo e mobiliare).

Esse dovranno agire in modo da contribuire al funzionamento del mercato interno, garantendo in particolare un livello di regolazione e di supervisione efficiente e consistente, tenendo conto degli interessi degli Stati membri e della differente natura dei partecipanti al mercato finanziario; assicurando l'integrità, la trasparenza, l'efficienza ed il buon funzionamento dei mercati finanziari; rafforzando i meccanismi di coordinazione supervisor internazionali; promuovendo un solido *single rulebook*, in modo da evitare una regolazione arbitraria, nonché proteggendo i consumatori¹⁰⁰.

Nell'illustrarle sarà bene all'inizio rimarcare i differenti obiettivi in capo ad ogni Autorità nonché completare il quadro dell'ESFS trattando le funzioni affidate

⁹⁸ Regolamento ESRB, art.18.

⁹⁹ Cfr. E. FERRAN, K. ALEXANDER, *art. cit.*, p.775.

¹⁰⁰ Si vedano i Considerandi dei Regolamenti ESAs, nonché l'art.1 di ogni Regolamento.

agli organismi complementari, nello specifico la *Joint Committee* e le autorità di vigilanza nazionali. Si procederà in seguito ad un'esposizione della struttura organizzativa delle ESAs e dei loro poteri, la cui disciplina, seppur ripetuta in ogni regolamento, è identica.

2.2.1.a. L'European Banking Authority

L'European Banking Authority opererà in base ai poteri conferiti dal Regolamento che la istituisce, 1093/2010¹⁰¹, e nel raggio d'azione concesso dalle Direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE (CRD), dalla Direttiva 2002/87/CE relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, imprese di assicurazione e di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario, dal Regolamento 1781/2006 riguardante i dati informativi relativi all'ordinante che accompagnano i trasferimenti dei fondi, dalla Direttiva 94/19/CE relativa ai sistemi di garanzia dei depositi, e, nella misura in cui si applichino agli enti creditizi e alle autorità che li supervisionano, nel campo d'applicazione della Direttiva 2005/60/CE relativa all'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo, della Direttiva 2002/65/CE sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori, della Direttiva 2007/64/CE relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, della Direttiva 2009/110/CE concernente l'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica, incluse tutte le direttive, i regolamenti e le decisioni che si basano su tali atti; opererà infine in base ad ogni altro atto giuridicamente vincolante dell'Unione che conferisca compiti ad essa¹⁰².

Viene poi previsto, per ragioni di completezza, che l'EBA agisca nel campo di attività di enti creditizi, conglomerati finanziari, imprese di investimento, istituti di moneta elettronica in relazione a problemi non direttamente disciplinati dagli atti summenzionati, inclusi problemi di *corporate governance*, di revisione e di rendiconto finanziario, nel caso tali azioni siano necessarie per applicare in maniera consistente tali atti¹⁰³.

¹⁰¹ D'ora in avanti Regolamento EBA.

¹⁰² Regolamento EBA, art.1, p.2.

¹⁰³ Art.1, p.3.

L'organismo ha sede in Londra¹⁰⁴ ed oltre ai compiti segnalati nel paragrafo precedente, comuni a tutte le ESA, garantirà nello specifico che l'assunzione dei rischi e del credito sia regolata e monitorata in modo appropriato¹⁰⁵. Dovrà garantire inoltre un approccio consistente nell'ambito dei sistemi di garanzia dei depositi ed un equo trattamento dei risparmiatori nell'Unione¹⁰⁶.

L'EBA si è dotata, come il suo predecessore CEBS, di un *Review Panel*, organo incaricato di condurre le *peer reviews*¹⁰⁷.

2.2.1.b. L'European Securities and Markets Authority

Sembra essere la più rilevante tra le ESAs, in quanto il suo raggio d'azione è notevolmente più ampio. Esso è infatti delimitato dal Regolamento 1095/2010¹⁰⁸, dalla Direttiva 97/9/CE relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori, dalla Direttiva 98/26/CE concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli, dalla Direttiva 2001/34/CE riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori, dalla Direttiva 2002/47/CE relativa ai contratti di garanzia finanziaria, dalla Direttiva 2003/6/CE cd. "*Market abuse*", dalla Direttiva 2003/71/CE cd. "*Prospectus*", dalla Direttiva 2004/39/CE cd. "*MiFid*", dalla Direttiva 2004/109/CE cd. "*Transparency*", dalla Direttiva 2009/65/CE cd. "*UCITS IV*", dalla Direttiva 2006/49/CE (CRD) in quanto non pregiudichi la competenza dell'EBA, da ogni atto legislativo creato in materia di gestori di fondi di investimento alternativi (AIFM), dal Regolamento 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito¹⁰⁹, nonché, nella misura in cui si applicano ad

¹⁰⁴ Art.7.

¹⁰⁵ Art.1, p.5, lett.(e).

¹⁰⁶ 20° Considerando.

¹⁰⁷ Ossia le verifiche inter pares tra i vigilanti nazionali, Cfr. *Decision of the European Banking Authority establishing the Review Panel of the European Banking Authority*, EBA DC/035, 4 maggio 2011, su www.eba.europa.eu.

¹⁰⁸ D'ora in avanti Regolamento ESMA.

¹⁰⁹ Nel 5° Considerando, Regolamento ESMA, viene ribadita la necessità che l'ESMA abbia adeguati poteri di controllo sulle agenzie di rating. Si noti in proposito che, nel mese di aprile 2011, è stata approvata definitivamente la revisione del

imprese di investimento o ad organismi di investimento collettivo ed agli organi che li supervisionano, opererà secondo quanto previsto da alcune direttive già menzionate riguardo all'EBA, ossia la Direttiva 2002/87/CE, la Direttiva 2005/60/CE e la Direttiva 2002/65/CE, inclusi tutti gli atti vincolanti che conferiscano compiti all'ESMA¹¹⁰. Anche qui, per ragioni di completezza, si prevede che l'ESMA agisca nel campo di attività degli operatori di mercato, in relazione a problemi non direttamente disciplinati dagli atti summenzionati, inclusi problemi di *corporate governance*, di revisione e di rendiconto finanziario, nel caso tali azioni siano necessarie per applicare in maniera consistente tali atti. L'organismo dovrà intraprendere azioni adeguate anche nel contesto delle offerte di pubblico acquisto, nonché su tematiche riguardanti i sistemi di compensazione e liquidazione ed i prodotti derivati¹¹¹. L'ESMA ha la propria base a Parigi¹¹² ed oltre ai compiti comuni a tutte le ESAs, si occuperà di regolare e supervisionare in modo adeguato le operazioni di investimento e l'assunzione dei rischi. Provvederà inoltre ad assicurare un approccio consistente negli schemi di compensazione degli investitori in modo da creare un *level playing field* omogeneo e garantire un equo trattamento per tutti gli investitori dell'Unione¹¹³. L'Autorità si avvarrà di unità operative che ricalcano quelle del suo predecessore, il CESR¹¹⁴.

2.2.1.c. L'European Insurance and Occupational Pensions Authority

Tale Autorità sarà operativa nei limiti fissati dal Regolamento 1094/2010¹¹⁵, dalla Direttiva 2009/138/CE cd. "*Solvency II*" con eccezione del Titolo IV¹¹⁶, il cui art.310 va ad abrogare, con effetto dal 1° novembre 2012, le restanti

Regolamento UE 1060/2009, al fine di attribuire all'ESMA poteri di registrazione e controllo delle agenzie di rating nell'Unione, prima esercitati dalle autorità nazionali.

¹¹⁰ Regolamento ESMA, art.1, p.2.

¹¹¹ Art.1, p.3.

¹¹² Art.7.

¹¹³ 20° Considerando.

¹¹⁴ Per un loro elenco, si veda l'Annex I di ESMA/2011/009, *F.A.Q., A Guide to Understanding ESMA*, consultabile su www.esma.europa.eu.

¹¹⁵ D'ora in avanti Regolamento EIOPA.

¹¹⁶ Riguardante il risanamento e la liquidazione delle imprese di assicurazione.

direttive che conferiscono poteri all'EIOPA, ossia le Direttive 64/225/CEE, 73/239/CEE, 73/240/CEE, 76/580/CEE, 78/473/CEE, 84/641/CEE, 87/344/CEEC, 88/357/CEE, 92/49/CEE, 98/78/CE, 2001/17/CE, 2002/83/CE, 2005/68/CE. Opererà inoltre, nella misura in cui tali atti concernano le imprese di assicurazione e di riassicurazione, gli enti pensionistici e previdenziali e gli intermediari assicurativi, nei limiti fissati dalle già menzionate Direttive 2005/60/CE e 2002/65/CE¹¹⁷. Ancora, per ragioni di completezza, si prevede che l'Autorità agisca nel campo d'attività delle imprese di assicurazione e riassicurazione, dei conglomerati finanziari, degli enti pensionistici e previdenziali, in relazione a problematiche non direttamente disciplinate dagli atti appena menzionati, inclusi problemi di corporate governance, di revisione e di rendiconto finanziario, nel caso tali azioni siano necessarie per applicare in maniera consistente tali atti¹¹⁸.

Non agirà in pregiudizio delle normative nazionali concernenti il diritto del lavoro e della previdenza sociale¹¹⁹.

L'EIOPA, la cui sede è stabilita in Francoforte sul Meno¹²⁰, garantirà in particolare un'appropriata regolazione e supervisione dell'assunzione dei rischi relativi alle attività di assicurazione, riassicurazione e pensionistiche¹²¹ e contribuirà a valutare la necessità di creare un network europeo di schemi di garanzia assicurativa nazionali adeguatamente finanziato ed armonizzato¹²².

¹¹⁷ Regolamento EIOPA, art.1, p.2

¹¹⁸ Art.1, p.3.

¹¹⁹ Art.1, p.4.

¹²⁰ Art.7.

¹²¹ Art.1, p.6, lett.(e). È stato sottolineato come in alcuni passi del Regolamento EIOPA emerga la tendenza all'omissione del riferimento ai fondi pensione, ovvero l'inclusione di questi ultimi nel concetto assicurativo. L'assimilazione dei fondi pensione, poco armonizzati, al settore assicurativo, più armonizzato, può comportare che i primi siano concepiti come un minus rispetto al secondo, mentre sarebbe bene considerare con specifica attenzione gli elementi sociali che li caratterizzano. Cfr. A. FINOCCHIARO *Indagine conoscitiva sugli strumenti di vigilanza europea dei mercati finanziari, creditizi e assicurativi. Audizione del Presidente della COVIP*, presso Commissione di vigilanza sui fondi pensione, Commissione VI del Senato (Finanze e Tesoro), Roma, 13 gennaio 2010, p.12.

¹²² 19° Considerando.

2.2.2. La *Joint Committee* delle ESAs

Tale Comitato congiunto svolge la funzione che avevano i precedenti accordi 3L3 per i Comitati di livello 3 della procedura Lamfalussy, rappresentando un forum per la cooperazione tra le ESAs e favorendo un approccio intersettoriale coerente per quel che riguarda i conglomerati finanziari, la contabilità e la revisione, l'analisi microprudenziale di sviluppi, rischi e vulnerabilità *cross-sector* in relazione alla stabilità finanziaria, l'investimento al dettaglio, le misure anti-riciclaggio e lo scambio di informazioni tra le ESAs e l'ESRB¹²³.

Per quel che riguarda la struttura organizzativa, tale organo è composto dai Presidenti delle ESAs, tra i quali viene scelto annualmente il Presidente della *Joint Committee*. Nella struttura è eventualmente prevista anche la partecipazione dei Presidenti di *Sub-Committees* stabilite in seno alla *Joint Committee*: viene tuttavia prevista momentaneamente una sola *Sub-Committee* sui conglomerati finanziari, in relazione all'implementazione della Direttiva 2002/87/CE. Si dispone, comunque, che potranno esserne create di nuove¹²⁴.

L'organo si riunisce almeno una volta ogni due mesi¹²⁵. Le ESAs contribuiranno alle spese amministrative, operazionali e relative alle infrastrutture, mettendo inoltre a disposizione uno staff destinato a confluire nel Segretariato della *Joint Committee*.

Si osservi infine l'importante compito di risoluzione di conflitti intersettoriali tra le autorità competenti¹²⁶.

2.2.3. Le autorità di vigilanza degli Stati membri

Le autorità di vigilanza nazionali, indicate in ogni Regolamento ESA¹²⁷, sono parti essenziali del network dell'ESFS. Esse rimangono titolari della vigilanza quotidiana sui mercati nei singoli Stati. Nei Regolamenti ESAs vengono

¹²³ Regolamenti ESAs, art.54.

¹²⁴ *Ivi*, artt.55-57.

¹²⁵ Art.55, p.4.

¹²⁶ Regolamenti ESAs, art.20.

¹²⁷ Regolamenti ESAs, art.2, p.2, lett.(f). Tale articolo rimanda poi all'art.1, p.2, di ogni Regolamento, ove sono indicate le fonti normative che delimitano il raggio d'azione delle ESAs.

sottolineati i problemi che emergono a riguardo di queste autorità: la carenza di un meccanismo decisionale congiunto in materie *cross-border*, la scarsa cooperazione e l'insufficiente scambio di informazioni, la difficoltà nel raggiungere compromessi che portino ad azioni congiunte, la diversa interpretazione della legislazione comunitaria, la necessità di soluzioni nazionali in quanto uniche soluzioni possibili¹²⁸.

Non si contestano nel merito le scelte ed il *modus operandi* dei singoli supervisori, tuttavia si avverte l'assenza di un punto di vista comune per la risoluzione dei problemi coinvolgenti più Stati membri.

Per meglio comprendere la loro rilevanza e il loro grado di operatività nell'ESFS si ritiene utile proseguire nella trattazione della disciplina dell'intero sistema, fornendo in conclusione spunti di riflessione per un raccordo tra livello nazionale e comunitario.

2.2.4. Governance delle tre Authorities

La struttura delle Autorità¹²⁹, organismi europei dotati di personalità giuridica¹³⁰, è costituita da un *Board of Supervisors*, un *Management Board*, un Presidente, un *Executive Director* e un *Board of Appeal*¹³¹.

Il *Board of Supervisors* è il principale organo decisionale, incaricato di guidare i lavori dell'Authority. Adotta le sue decisioni a maggioranza semplice, eccettuate certe materie per cui si richiede la maggioranza qualificata¹³². Si compone dei Presidenti delle autorità di vigilanza nazionali, membri votanti, e di un Presidente, un Rappresentante della Commissione, dell'ESRB e delle altre due ESAs, membri non votanti¹³³. In seno al *Board of Supervisors* dell'EBA trova una sua rappresentanza anche la BCE¹³⁴ e possono parteciparvi anche le

¹²⁸ Si veda ad es. Regolamento ESMA, 8° Considerando.

¹²⁹ Descritta nel Capitolo III di ogni Regolamento.

¹³⁰ Cfr. Regolamenti ESAs, art.5.

¹³¹ *Ivi*, art.6.

¹³² Art.44.

¹³³ Art.40.

¹³⁴ Regolamento EBA, art.40, p.1, lett.(d).

banche centrali che non siano autorità di vigilanza¹³⁵, entrambi senza diritto di voto.

Il *Management Board* dovrà garantire lo svolgimento della missione dell'Autorità¹³⁶, adotta le sue decisioni a maggioranza dei presenti e comprende i Presidenti delle ESAs ed altri sei membri eletti da e tra il *Board of Supervisors*; l'*Executive Director* ed un Rappresentante della Commissione possono partecipare alle riunioni dell'organo privi del diritto di voto¹³⁷.

L'ESA è presieduta da un Presidente che la rappresenta, nominato dal *Board of Supervisors* per un mandato quinquennale, rinnovabile una sola volta su conferma del Parlamento europeo¹³⁸.

Per l'amministrazione e la gestione del lavoro dell'Autorità è prevista la nomina, sempre in seno al *Board of Supervisors*, di un *Executive Director*, anch'egli esperto indipendente¹³⁹.

Viene prevista l'indipendenza di tutti gli organi, di modo che essi agiscano indipendentemente e nell'esclusivo interesse dell'Unione, non essendo influenzati, né accettando istruzioni dagli Stati membri o da altri organismi pubblici o privati¹⁴⁰. Si noti che ad un altro organo, il *Board of Appeal*, si richiede anche l'imparzialità nello svolgimento delle sue funzioni¹⁴¹. Questo è infatti un organo di ricorso interno comune alle tre ESAs, costituito da sei membri effettivi e sei alternativi, esperti professionisti, l'elezione dei quali è ripartita proporzionalmente tra le tre Autorità¹⁴². Attraverso il *Board of Appeal*, persone fisiche e giuridiche, inclusi i supervisor nazionali, possono contestare

¹³⁵ Art.40, p.4.

¹³⁶ Regolamenti ESAs, art.47.

¹³⁷ Art.45. Quest'ultimo tuttavia può votare nelle decisioni riguardanti il budget dell'ESA, v. art.45, p.2.

¹³⁸ Art.48.

¹³⁹ Art.51.

¹⁴⁰ Cfr. Regolamenti ESAs art.1,p.5, artt.42,46,49,52. L'indipendenza è importante per la credibilità dell'Autorità, in particolare in relazione alla conduzione di peer reviews e alla coordinazione delle autorità nazionali, come nota J.V. LOUIS, "The Implementation of the De Larosière Report: A Progress Report", in M. GIOVANOLI, D. DEVOS, *op.cit.*, p.155.

¹⁴¹ Regolamenti ESAs, art.59.

¹⁴² Art.58.

le decisioni delle ESAs¹⁴³. Si prevede, estendendola anche alle istituzioni europee ed agli Stati membri, la possibilità di ricorrere alla Corte di Giustizia¹⁴⁴, inclusi i ricorsi per responsabilità extracontrattuale¹⁴⁵.

L'*accountability* delle tre Autorità verso le istituzioni europee¹⁴⁶ si concreta, oltre che nel controllo della *governance* delle ESAs da parte di queste ultime¹⁴⁷, nell'invio obbligatorio di rapporti e *working programs* annuali¹⁴⁸ che devono essere resi pubblici. Inoltre i Presidenti delle Autorità rilasciano dichiarazioni su invito del Parlamento o del Consiglio, e rispondono, quando richiesto, ai quesiti posti dai membri del Parlamento¹⁴⁹. Le ESAs possono poi, d'ufficio o su invito, fornire opinioni su materie di propria competenza al Parlamento, al Consiglio e alla Commissione¹⁵⁰. Viene previsto inoltre un ulteriore meccanismo di controllo tramite la consultazione obbligatoria degli *Stakeholder Groups* due volte l'anno¹⁵¹.

Infine, per quel che riguarda il budget delle Autorità, si prevede che esse verranno inizialmente finanziate in parte dall'Unione (in misura del 40%), in

¹⁴³ Art.60. Si noti come nel testo definitivo dei Regolamenti si sia presa distanza dagli orientamenti delle Proposte che prevedevano che il Board, in caso di non conferma della decisione potesse sostituirsi all'ESA nel prendere la decisione. Il Board of Appeal può quindi solo confermare la decisione o rimettere il caso all'ESA, e tale scelta, come sottolinea J.V. LOUIS, *cit.*, p.165, potrebbe essere una dimostrazione della scarsa fiducia verso un organo troppo indipendente.

¹⁴⁴ Art.61. Si può ricorrere avverso le pronunce del Board of Appeal, o avverso le decisioni delle ESAs, laddove non si possa ricorrere al Board of Appeal. La Corte di Giustizia è competente a giudicare le violazioni ex art.263 TFUE, e le omissioni ex art.265 TFUE.

¹⁴⁵ Art.69.

¹⁴⁶ Regolamenti ESAs, art.3, stabilisce che l'ESRB e le tre ESAs siano responsabili di fronte al Parlamento europeo e al Consiglio.

¹⁴⁷ Sebbene la nomina del Presidente spetti al Board of Supervisors, il Parlamento può contestare tale decisione ex art.48, p.2, nonché rimuovere il Presidente ex art.48,p.5. Il Parlamento deve inoltre confermare l'Executive Director nominato dal Board of Supervisors ex art.51, p.2.

¹⁴⁸ Regolamenti ESAs, art.43. Si stabilisce, in particolare, che ogni Board of Supervisors debba inviare un rapporto annuale concernente le attività dell'ESA al Parlamento, al Consiglio, alla Commissione, alla Corte dei Conti europea e al Comitato Economico e Sociale.

¹⁴⁹ Art.50.

¹⁵⁰ Art.34.

¹⁵¹ Art.40, p.2.

parte da contributi degli Stati Membri (in misura del 60%) al fine di garantire l'indipendenza da entrambi¹⁵².

2.2.5.I poteri delle ESAs

Le nuove agenzie riprendono in gran parte i poteri e le funzioni dei precedenti Comitati di Livello 3: in particolare, emanano linee-guida e raccomandazioni al fine di stabilire pratiche di supervisione consistenti efficienti ed effettive¹⁵³; sviluppano una cultura di sorveglianza comune¹⁵⁴ e fungono altresì da coordinatori generali delle autorità competenti¹⁵⁵; organizzano *peer reviews* riguardanti le autorità competenti e le loro attività¹⁵⁶; monitorano l'attività dei collegi di supervisor¹⁵⁷; valutano l'andamento del mercato informando le istituzioni europee riguardo ai rischi e alle vulnerabilità microprudenziali¹⁵⁸ fornendo loro opinioni in materie di propria competenza, su richiesta o d'ufficio¹⁵⁹; raccolgono informazioni dalle autorità nazionali competenti e, a loro volta, su richiesta debitamente giustificata, le forniscono ad esse¹⁶⁰; infine, riguardo alle relazioni esterne, intrattengono anch'esse rapporti con autorità di vigilanza e amministrazioni di paesi terzi nonché con organizzazioni internazionali¹⁶¹.

Nell'osservare le differenze con l'assetto precedente si riscontra un rafforzamento della procedura di mediazione in caso di conflitti tra autorità, che assume carattere vincolante; nonché alcuni rilevanti profili innovativi. Nel

¹⁵² 68° Considerando.

¹⁵³ Regolamenti ESAs, art.16. Esse sono destinate alle autorità nazionali competenti nonché alle istituzioni finanziarie, entrambe sono soggette al meccanismo di "act or explain", e in caso di non ottemperanza l'ESA può ricorrere alla pubblicazione di tale comportamento.

¹⁵⁴ Art.29.

¹⁵⁵ Art.31.

¹⁵⁶ Art.30.

¹⁵⁷ Art.21.

¹⁵⁸ Art.32.

¹⁵⁹ Art.34.

¹⁶⁰ Art.35.

¹⁶¹ Art.33.

nuovo modello si tiene infatti conto delle indicazioni date dal Rapporto De Larosière e si stabilisce un legame di cooperazione con l'ESRB nell'identificazione del rischio sistemico¹⁶² e una partecipazione alle procedure di recupero e risoluzione in situazioni di emergenza¹⁶³; si prevede poi uno sviluppo di meccanismi di delega di compiti e responsabilità all'ESA o tra le autorità nazionali competenti¹⁶⁴. Le nuove Autorità dovranno assumere un ruolo primario nel promuovere trasparenza, semplicità, e correttezza nel mercato a beneficio dei consumatori¹⁶⁵, inoltre, sempre a riguardo della protezione dei consumatori, essi saranno rappresentati negli *Stakeholder Groups*, organi che le ESAs dovranno obbligatoriamente consultare.

Importanti novità sono introdotte infine nel campo della regolazione: le nuove Autorità sono infatti dotate di poteri regolamentari vincolanti.

2.2.5.1. Normazione: i cd. “Binding Technical Standards”

Le ESAs, in osservanza ai limiti imposti dal Trattato, non dispongono del potere di adottare autonomamente norme generali con efficacia orizzontale. Esse contribuiranno comunque alla creazione del *single rulebook* europeo grazie ad una nuova tipologia di atti, da applicare direttamente negli Stati membri, i cd. “Binding Technical Standards”(BTSs). Essi dovranno essere “tecnici”, non implicando decisioni strategiche o scelte politiche, e riguarderanno le aree di competenza delle ESAs¹⁶⁶. La direttiva “Omnibus I”¹⁶⁷ identifica una prima serie di aree dove si andranno a sviluppare i BTSs, modificando a tal fine

¹⁶² Cfr. Regolamenti ESAs, art.8, p.1, lett.(d), artt.22-23, artt.32 e 36.

¹⁶³ Art.25.

¹⁶⁴ Art.28.

¹⁶⁵ Art.9.

¹⁶⁶ Regolamenti ESAs, artt.10 e 15 che rimandano all'art.1, p.2 di ogni Regolamento per l'area di competenza di ciascuna Autorità.

¹⁶⁷ Direttiva 2010/78/UE (cd.“Omnibus I”)che modifica le 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, 2009/65/CE, in relazione ai poteri delle ESAs. E' in cantiere la Direttiva Omnibus II, si v. Proposta di Direttiva del Parlamento e del Consiglio, che modifica le Direttive 2003/71/CE (cd. Prospectus) e 2009/138/CE (cd. Solvency II) in relazione ai poteri dell'EIOPA e dell'ESMA.

alcune direttive e non pregiudicando la possibilità di aggiungere nuove aree di competenza in futuro¹⁶⁸.

I BTSs si suddividono in “*Regulatory Technical Standards*”(RTSs)¹⁶⁹ ed in “*Implementing Technical Standards*”(ITSs)¹⁷⁰. I primi riflettono gli “atti delegati” dal Parlamento e dal Consiglio alla Commissione, i quali, secondo l’art.290 TFUE, possono integrare o modificare determinati elementi non essenziali di un atto legislativo. I secondi riflettono invece, ai sensi dell’art.291 TFUE, le competenze di esecuzione conferite alla Commissione dagli Stati membri laddove siano necessarie condizioni uniformi di esecuzione degli atti giuridici vincolanti dell’Unione. Di fatto, è come se si realizzasse una doppia delega, prima dal Parlamento e dal Consiglio o dagli Stati membri alla Commissione, poi dalla Commissione alle ESAs.

Sono previsti dei controlli istituzionali per quel che riguarda i RTSs: la delega ad emanarli specificata (inizialmente, come accennato, dalla Direttiva Omnibus I) e prevista per un periodo di quattro anni, può infatti essere revocata in qualsiasi momento dal Parlamento europeo e dal Consiglio¹⁷¹. I RTSs proposti inizialmente dall’ESA (denominati appunto *draft RTSs*), devono inoltre essere inviati immediatamente dalla Commissione al Parlamento ed al Consiglio, così come avviene per i RTSs finali approvati dalla Commissione; in caso di differenze tra la proposta dell’ESA e quella della Commissione, il membro della Commissione responsabile e il Presidente dell’ESA possono essere convocati dal Parlamento e dal Consiglio per spiegare le differenti posizioni¹⁷². Il Consiglio ed il Parlamento possono infine opporsi ad un RTS, impedendone l’entrata in vigore, entro tre mesi dalla notifica (termine ridotto ad un mese laddove la Commissione non modifichi l’atto proposto dall’ESA), con l’obbligo, ex art.296 TFUE, di specificare le ragioni dell’opposizione¹⁷³.

¹⁶⁸ Cfr. Direttiva “Omnibus I”, 9° Considerando.

¹⁶⁹ Regolamenti ESAs, artt.10-14.

¹⁷⁰ Art.15.

¹⁷¹ Art.12.

¹⁷² Art.14.

¹⁷³ Art.13.

2.2.5.1.a. (segue) i limiti imposti dalla giurisprudenza Meroni e l'*endorsement* della Commissione

Le *European Supervisory Authorities* sono a buon diritto considerabili agenzie, ove si condivida quell'orientamento¹⁷⁴ che considera queste ultime “*relatively independent, permanent bodies with legal personality, emanating from secondary Union law and charged with specific tasks*”¹⁷⁵.

Dal punto di vista istituzionale e della regolamentazione, in quanto agenzie, le ESAs sono soggette alla giurisprudenza Meroni¹⁷⁶, sviluppata dalla Corte di Giustizia nel lontano 1958, ma, vista anche la gran proliferazione di agenzie europee, ancor oggi considerata attuale ed applicabile da varie pronunce¹⁷⁷ e da atti emanati dalle istituzioni europee¹⁷⁸. La dottrina Meroni prevede che la delega di poteri sia espressa e relativa a poteri di cui la Commissione stessa è titolare, non riguardi poteri discrezionali e non vada a sbilanciare l'equilibrio di poteri tra le istituzioni europee. Ne consegue che alle agenzie possono essere delegati solo poteri esecutivi e attuativi definiti in modo chiaro dall'autorità delegante, non poteri normativi.

Nei Regolamenti ESAs si è tenuto conto di tale limite ed è stata escogitata una procedura di *endorsement* da parte della Commissione, volta a superare i problemi connessi alla dottrina Meroni¹⁷⁹. La procedura si avvia, previa consultazione pubblica e degli *Stakeholder Groups* ed analisi dei potenziali costi e benefici (da evitare in caso risultino superflue o in situazioni d'urgenza), con la

¹⁷⁴ S. GRILLER, A. ORATOR “*Everything under control? The “way forward” for European agencies in the footsteps of the Meroni doctrine*”, in *European Law Review*, 2010, 35 (1), p.7.

¹⁷⁵ Vi è anche chi individua un “nuovo tipo di agenzie europee genuinamente indipendenti”, osservando delle differenze tra i modelli di agenzie nuovi, come le ESAs e l'Agency for the cooperation of the Energy Regulators, ed i precedenti, v. E. CHITI “*An important part of the EU's Institutional Machinery: Features, Problems and Perspectives of European Agencies*”, in *Common Market Law Review*, 2009, 5, p.1427.

¹⁷⁶ C 9-56, *Meroni & Co., Industrie Metallurgiche, S.p.a v. High Authority of the European Coal and Steel Community*, (1958) ECR 133.

¹⁷⁷ Ad esempio, in C-154-155/04, *The Queen, on the application of Alliance for natural Health and Nutri-link Ltd v. Secretary of State for Health*, (2005) ECR I-6541, e C-301/02, *Tralli v. ECB* (2005) ECR I-4071.

¹⁷⁸ Tra i tanti, v. COM(2005) 59 e COM (2008) 135.

¹⁷⁹ Cfr. Regolamenti ESAs, per i RTSs art.10, per gli ITSs art.15.

produzione, ad iniziativa dell'ESA¹⁸⁰, di *draft BTSs*, che vengono successivamente inviati alla Commissione. Quest'ultima, entro tre mesi dall'invio, dovrà decidere se approvare il *draft*, rendendolo vincolante, o modificarlo. In caso di modifica si richiede un coordinamento con l'ESA, cui viene rimandato il *draft* con un commento che indichi le ragioni per non approvarlo o per modificarlo. Entro sei settimane, l'ESA dovrebbe modificare il *draft* sulla base del commento della Commissione e rimandarlo ad essa come formale opinione, di cui dovrebbe far pervenire copia anche al Parlamento e al Consiglio. Qualora la formale opinione non sia inviata, o qualora l'ESA rimandi alla Commissione un *draft* non modellato secondo il commento della Commissione, quest'ultima può adottare il *BTS* (sia esso un *RTS* o un *ITS*) con le modifiche che ritiene rilevanti, o rigettarlo. Non può però modificarne radicalmente il contenuto senza un previo coordinamento con l'ESA.

I Regolamenti cercano di arginare l'intervento della Commissione nella produzione normativa ammettendo modifiche sui *draft* ad opera di questa solo "ove richiesto dagli interessi dell'Unione"¹⁸¹: le modifiche dovrebbero essere limitate a circostanze straordinarie, ove i *draft* siano incompatibili con il diritto dell'Unione, non rispettino il principio di proporzionalità o vadano a violare i principi fondamentali del mercato interno dei servizi finanziari¹⁸². Le ESAs sono infatti considerate come attori a stretto contatto con il mercato, potenzialmente dotati di una miglior conoscenza delle dinamiche del mercato¹⁸³, ed in quanto tali, non si dovrebbe incidere sul merito delle loro valutazioni. Va tuttavia notato come l'ultima parola sull'adozione dei *BTSs* spetti, di fatto, alla Commissione, che potrebbe allontanarsi dalle scelte delle ESAs, a seconda degli interessi sottostanti.

Da un punto di vista procedurale poi, se - ai fini della speditezza - è da accogliere la previsione di limiti temporali per la produzione normativa, è certamente da rivedere la previsione del quorum della maggioranza

¹⁸⁰ Secondo gli artt.10,p.3 e 15,p.3 l'iniziativa può provenire dalla Commissione, non necessitando di un *draft BTSs*, solo ove l'ESA non sottometta il *draft* alla Commissione nei limiti di tempo previsti.

¹⁸¹ Regolamenti ESAs, artt.10,p.1, e 15,p.1.

¹⁸² *Ivi*, 23° Considerando (per il Regolamento EIOPA, v. 22° Considerando).

¹⁸³ *Ibidem*.

qualificata¹⁸⁴: un quorum richiedente la maggioranza semplice potrebbe accelerare lo sviluppo del *single rulebook*, anche in considerazione del fatto che, almeno sulla carta, le nuove misure normative non implicano scelte politiche nel contesto della vigilanza finanziaria¹⁸⁵.

Affermare che le ESAs sono dotate di poteri normativi vincolanti è dunque abbastanza pretenzioso, visto il ruolo della Commissione, e visto il carattere prettamente tecnico delle nuove misure. E' comunque il caso di dire che, per rispettare i limiti imposti dal diritto dell'Unione, difficilmente si sarebbe potuta prospettare una soluzione differente. L'escamotage disegnato nei Regolamenti per superare tali limiti funzionerà in base a quanto le ESAs sapranno giocare un ruolo attivo e propositivo nella regolazione finanziaria, e a quanto saranno indipendenti dalle scelte della Commissione.

2.2.5.2. La procedura di *enforcement*

Una condizione per l'integrità, la trasparenza, l'efficienza, il buon funzionamento e la stabilità dei mercati finanziari, nonché per la competizione in tali mercati, è rappresentata da una corretta e piena applicazione del diritto dell'Unione¹⁸⁶. La verifica della sua attuazione da parte degli Stati membri è affidata nel Trattato alla Commissione, la quale, nel caso lo Stato in causa non si conformi al suo parere, può adire la Corte di Giustizia¹⁸⁷.

Le ESAs, come i Comitati di Livello3, possono investigare ed identificare eventuali mancanze nell'attuazione di direttive e regolamenti direttamente applicabili (inclusi i *BTS*) da parte degli Stati e delle autorità nazionali, di

¹⁸⁴ Regolamenti ESAs, art.44,p.1. La maggioranza qualificata è definita dall'art.16,p.4, TUE, e fino al 31 ottobre 2014 dall'art.3 del Protocollo n.36 sulle disposizioni transitorie.

¹⁸⁵ Come rileva N. MOLONEY, "The European Securities and Market Authority and Institutional Design for the EU Financial Market- a Tale of Two Competences: Part (1)Rule Making", in European Business Organization Law Review, 2011, 12 (1), p.68, in realtà sono poche le regole nella sfera finanziaria che non abbiano implicazioni politiche. Per esempio nella Direttiva "Omnibus I",art.5, si prevede che l'ESMA sviluppi una normativa relativa alla Direttiva "Prospectus" sulle esenzioni e sui contenuti dei prospetti, sui prospetti supplementari nonché sui modelli e i formati dei prospetti: ciò è certamente suscettibile di valutazioni politiche.

¹⁸⁶ Regolamenti ESAs, 27° Considerando.

¹⁸⁷ Art.258 TFUE.

propria iniziativa, ad esempio tramite *peer reviews*, o su richiesta delle autorità nazionali competenti, del Parlamento europeo, del Consiglio, della Commissione e dello *Stakeholder Group* competente¹⁸⁸.

Dal sospetto di mancata applicazione delle normative europee, o di una loro violazione, può scaturire un processo di *enforcement* ad opera delle ESAs¹⁸⁹, che appare piuttosto lungo e macchinoso, tanto da far dubitare di una sua frequente applicazione¹⁹⁰. La procedura si articola in più fasi. In prima battuta, si assiste ad un dialogo tra l'ESA e l'autorità nazionale competente sospettata: dopo un periodo di investigazione di circa due mesi, l'ESA invia una raccomandazione all'autorità nazionale coinvolta indicando le azioni necessarie per conformarsi al diritto dell'Unione¹⁹¹. L'autorità nazionale, entro dieci giorni lavorativi dalla notifica della raccomandazione, deve informare l'ESA riguardo alle misure adottate o che intende adottare per conformarsi al diritto dell'Unione.

Nel caso non vi si conformi entro un mese dalla notifica della raccomandazione, interviene la Commissione che, d'ufficio o in base alle informazioni ricevute dall'ESA, tenendo conto della precedente raccomandazione di quest'ultima e non oltre tre mesi dall'adozione di tale raccomandazione¹⁹², emette una formale opinione in cui richiede all'autorità nazionale coinvolta di conformarsi. E' previsto l'invio di tutte le informazioni necessarie alla Commissione da parte dell'autorità coinvolta e dell'ESA.

L'autorità coinvolta deve, entro dieci giorni lavorativi dalla notifica dell'opinione formale della Commissione, informare quest'ultima e l'ESA

¹⁸⁸ Tuttavia, come nota E. WYMEERSCH, "Europe's New Financial Regulatory Bodies", ECGI Working Paper Series, p.10, consultabile su <http://ssrn.com>, non viene prevista la possibilità per i singoli partecipanti nel mercato di richiedere un'investigazione, sebbene ciò potrebbe normalmente rientrare nelle capacità delle ESAs.

¹⁸⁹ In base all'art.17, Regolamenti ESAs.

¹⁹⁰ In questo senso si esprime E. FERRAN, "Understanding the New Institutional Architecture of European Financial Market Supervision", in University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No.29/2011, p.48, su <http://ssrn.com>.

¹⁹¹ Raccomandazione adottata con maggioranza semplice in seno al Board of Supervisors, ex art.44, p.1, Regolamenti ESAs.

¹⁹² Termine suscettibile di un'estensione ulteriore di un mese, in base all'art.17, p.4.

competente delle azioni intraprese, o che intende intraprendere per ottemperare all'opinione formale.

Senza pregiudicare i poteri della Commissione in base all'art.258 TFUE, nel caso in cui l'autorità nazionale coinvolta non si conformi alla formale opinione nel termine in essa specificato, ed occorra agire tempestivamente per mantenere o ristabilire condizioni neutrali di competizione nel mercato finanziario, o assicurare il buon andamento e la stabilità del sistema finanziario, l'ESA competente può adottare una decisione individuale¹⁹³ (tenendo conto della precedente formale opinione della Commissione) rivolta ad un'istituzione finanziaria in cui si richiede un'azione necessaria per rispettare le normative europee, inclusa una possibile cessazione di qualsiasi pratica.

Le autorità nazionali coinvolte sono tenute a conformarsi, a seconda di dove si fermi la procedura, alla formale opinione della Commissione o alla decisione dell'ESA. Le decisioni dell'ESA prevarranno su qualsiasi decisione precedente delle autorità nazionali sulla stessa materia.

Le ESAs potranno rendere pubbliche, tramite pubblicazione sull'*Annual Report*¹⁹⁴, le eventuali inottemperanze da parte delle autorità nazionali e delle istituzioni finanziarie.

I destinatari e le persone che hanno un interesse personale e diretto potranno ricorrere contro le decisioni adottate dalle ESAs tramite il Board of Appeal della Joint Committee¹⁹⁵; è prevista inoltre la possibilità di adire la Corte di Giustizia¹⁹⁶.

Come si può notare, anche questo nuovo potere è fortemente influenzato dalla presenza della Commissione: non solo questa può decidere di procedere personalmente ex art.258 TFUE, ma anche la stessa decisione dell'ESA sarà condizionata dalla formale opinione della Commissione.

Si presenta dunque, in caso di violazione della normativa rilevante, una duplice possibilità: o l'intervento della Commissione ex art.258 TFUE, o il proseguimento dell'azione dell'ESA. La *ratio* di tale scelta nei Regolamenti

¹⁹³ Anch'essa adottata in base a un quorum richiedente maggioranza semplice, art.44, p.1.

¹⁹⁴ Pubblicato ai sensi dell'art.43, p.5, dei Regolamenti ESAs.

¹⁹⁵ Regolamenti ESAs, art.60

¹⁹⁶ *Ivi*, art.61.

potrebbe essere rinvenuta nell'esigenza di deflazione dei compiti della Commissione, facilitata in questo caso dalla potenziale affidabilità delle ESAs in materia finanziaria.

Un'ultima riflessione sul punto riguarda l'effettività di tale processo di *enforcement*: nessuna sanzione rilevante, a parte la pubblicazione, è prevista per l'autorità nazionale inadempiente, forse anche nel presupposto - alquanto improbabile, vista la durata del procedimento - che la situazione critica sia arginata tempestivamente.

2.2.5.3. L'azione in caso di emergenza

Alle ESAs vengono attribuite delle funzioni in caso vi siano eventi in grado di mettere seriamente a repentaglio l'ordinario andamento e l'integrità dei mercati finanziari, nonché la stabilità dell'intero sistema finanziario o di una sua parte. In particolare, oltre a facilitare attivamente e a coordinare le azioni intraprese dalle autorità nazionali, coadiuvate da un adeguato flusso di informazioni e da inviti a partecipare ai meeting rilevanti da parte delle autorità nazionali, esse sono dotate di un potere di intervento in caso di emergenza¹⁹⁷. Una possibile condizione per l'esercizio di tale potere è l'adozione, in consultazione con la Commissione, l'ESRB ed eventualmente le ESAs, di una decisione indirizzata all'ESA da parte del Consiglio che determini l'esistenza di una situazione d'emergenza¹⁹⁸. Tale decisione viene rivista dal Consiglio con cadenza mensile e, se non viene rinnovata, decade. Alternativamente alla decisione, l'ESA può agire al ricorrere di circostanze eccezionali dove il coordinamento tra autorità nazionali è necessario per contrastare sviluppi negativi che possono seriamente limitare l'ordinario andamento e l'integrità dei mercati finanziari, nonché la stabilità dell'intero sistema finanziario o di una sua parte. In presenza di tali circostanze, o in seguito alla decisione del Consiglio, l'ESA può adottare decisioni individuali indirizzate alle autorità nazionali richiedendo che queste ultime intraprendano qualsiasi azione sia necessaria per garantire il rispetto delle normative europee in tema di mercati finanziari (inclusi i *BTS*) da parte dei supervisori e delle istituzioni finanziarie. Qualora l'autorità nazionale non

¹⁹⁷ Regolamenti ESAs, art.18.

¹⁹⁸ In caso tale determinazione avvenga, devono essere avvisati senza indugio il Parlamento e la Commissione.

risponda a tale input, l'ESA adotta una decisione individuale indirizzata all'istituzione finanziaria richiedendo di conformarsi alle obbligazioni sancite dalla normativa rilevante, inclusa la possibile cessazione di certe pratiche. Tale decisione prevale su quelle adottate dalle autorità nazionali sulla stessa materia. Questo potere di intervento è sicuramente più spedito rispetto a quello di *enforcement*, in quanto l'ESA può agire indipendentemente dalla Commissione¹⁹⁹. Tuttavia l'ESA non gode di un potere pienamente discrezionale nell'adozione di misure di emergenza: infatti, non solo deve esserci una decisione del Consiglio o la presenza di circostanze eccezionali all'origine di tale potere, ma la sfera d'azione è limitata alla legislazione determinata dai Regolamenti²⁰⁰ e, in particolare, ai casi in cui la normativa non venga applicata o vi sia una manifesta violazione nella sua applicazione da parte delle autorità nazionali e delle istituzioni finanziarie. Senza considerare, quale ulteriore limite, che tali misure non debbano incidere sulla responsabilità fiscale degli Stati membri.

2.2.5.4. La procedura di mediazione vincolante

Nei Regolamenti è stata rinforzata, visti i deludenti risultati in occasione della crisi, la procedura di risoluzione di conflitti *cross-border* tra autorità nazionali di cui si occupavano i precedenti Comitati di Livello 3. Le ESAs possono, sempre rientrando nel raggio d'azione concesso dai Regolamenti, assistere le autorità nazionali nel raggiungere un accordo in base ad una procedura di mediazione²⁰¹. L'ESA può procedere di sua iniziativa, qualora sia obiettivamente determinabile il contrasto, o su richiesta di una o più autorità nazionali coinvolte, nel caso un'autorità competente non si trovi d'accordo sulla procedura o sul contenuto di un'azione o omissione di un'autorità competente di un altro Stato membro²⁰².

¹⁹⁹ Quest'ultima può tuttavia ricorrere all'art.258 TFUE.

²⁰⁰ Determinata dall'art.1, p.2, Regolamenti ESAs.

²⁰¹ Disciplinata dall'art.19, Regolamenti ESAs.

²⁰² La procedura di conciliazione può essere sfruttata, per fare un esempio, quando un'autorità nazionale venga meno agli obblighi di cooperazione e scambio di informazioni con le altre autorità.

Scaduto il termine fissato dall'ESA²⁰³ per la conciliazione volontaria tra le autorità competenti, l'ESA, ove non si sia raggiunto un accordo, può agire in veste di mediatore. Essa, con una decisione avente effetto vincolante e che garantisca conformità al diritto dell'Unione, può imporre alle autorità coinvolte di intraprendere determinate azioni o di astenersi in modo da facilitare la risoluzione. Ove le autorità non ottemperino, l'ESA può indirizzare le decisioni direttamente alle istituzioni finanziarie, le quali dovranno attenersi anche se contrarie alle indicazioni date dalle autorità nazionali. Si noti che in seno al Board of Supervisors viene convocato, appositamente per questa procedura, un *panel* indipendente al fine di facilitare una risoluzione imparziale del conflitto, costituito dal Presidente dell'ESA e da due membri che non abbiano un rapporto di rappresentanza, né interessi in conflitto o comuni, né legami con le autorità coinvolte²⁰⁴; la decisione del panel viene approvata dal Board in base a maggioranza semplice, tranne nel caso in cui la questione riguardi la supervisione consolidata e vi sia un voto contrario della minoranza di blocco come definita nell'art.16, p.4 del TUE e, fino al 31 ottobre 2014, dall'art.3 del Protocollo n.36 sulle disposizioni transitorie²⁰⁵.

Per quel che riguarda i conflitti intersettoriali tra autorità nazionali, i Regolamenti incaricano del processo di mediazione la Joint Committee²⁰⁶.

La previsione di tale procedura è senz'altro da accogliere, in quanto permette alle ESAs di imporre una loro interpretazione giuridicamente vincolante su questioni oggetto di contrasto tra le autorità nazionali, persino in ambiti ove i supervisor nazionali godono di una certa discrezionalità. Considerato che la Commissione non viene coinvolta in tale procedura, le ESAs potranno facilmente preferirla rispetto alla procedura di *enforcement*.

L'unico ostacolo per una piena attuazione della mediazione delle ESAs è rappresentato, anche in questo caso, dalla clausola di salvaguardia della responsabilità fiscale degli Stati membri.

²⁰³ Termine stabilito in base alle tempistiche rilevanti indicate dalla legislazione di cui all'art.1, p.2, e in base alla complessità e all'urgenza della questione.

²⁰⁴ Regolamenti ESAs, art.41, p.2.

²⁰⁵ Art.44, p.1.

²⁰⁶ Art.20.

2.2.5.5. La tutela della responsabilità fiscale degli Stati membri

Le decisioni derivanti dalle misure di emergenza e di mediazione²⁰⁷, come accennato, non devono interferire con l'autonomia fiscale degli Stati membri. Tale esigenza fu avvertita in sede di Consiglio europeo ed Ecofin, nelle conclusioni del 2009²⁰⁸, ed è stata resa esplicita nei Regolamenti ESAs²⁰⁹. La logica sottesa a tale disposizione è individuabile nell'evitare risvolti negativi – con un impatto diretto e rilevante²¹⁰ – sui bilanci degli Stati membri, anche in considerazione del fatto, reso palese dalla crisi, che l'eventuale decisione di garantire aiuti finanziari alle banche è presa a livello nazionale, non a livello europeo²¹¹.

La procedura predisposta si differenzia a seconda che si tratti della procedura di mediazione o di quella di emergenza. Nel primo caso, viene previsto un dialogo tra lo Stato membro e l'ESA, a partire da una notificazione, in cui lo Stato membro esplica come la decisione dell'ESA possa impattare sul bilancio pubblico, che determina la sospensione temporanea della decisione. Entro un mese dalla notificazione l'ESA deve render noto se intende mantenere, modificare o revocare la decisione. Nel caso la decisione sia mantenuta, il Consiglio dovrà decidere²¹² in due mesi dalla comunicazione dell'ESA, se

²⁰⁷ Rispettivamente, art.18 e art.19 dei Regolamenti ESAs.

²⁰⁸ Tale esigenza rappresenta tuttavia un elemento nuovo rispetto alle indicazioni del Rapporto De Larosière.

²⁰⁹ Regolamenti ESAs, art.38.

²¹⁰ La possibilità di considerare ogni decisione delle ESAs come suscettibile di effetto negativo impone tale ragionevole interpretazione, in questo senso v. J.V. LOUIS, *cit.*, p.163. Come ulteriore conferma, si veda l'art.38,p.5 che vieta l'abuso di tale clausola di salvaguardia, in quanto incompatibile con il mercato interno.

²¹¹ Rende bene l'idea l'espressione "He who pays the piper calls the tune", utilizzata in proposito da M.J. MOELLERS "Sources of Law in European Securities Regulation-Effective Regulation, Soft Law and Legal Taxonomy from Lamfalussy to Larosière", in European Business Organization Law Review, 2010, Vol.11 p.407. Tale espressione fu precedentemente considerata un principio guida in tema di gestione della crisi da C. GOODHART, D. SCHOENMAKER "Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated?" in Oxford Economic Papers, 1995, 47, p.539.

²¹² In base a maggioranza semplice, diversamente da quanto stabilito nelle Proposte dei Regolamenti che richiedevano una maggioranza qualificata. Ciò, così come la seguente disposizione riguardante l'assenza di decisione del Consiglio, è sicuramente più vantaggioso per lo Stato membro.

mantenere la decisione di quest'ultima. Nel caso il Consiglio non decida, la decisione dell'ESA è annullata.

Per quel che riguarda le decisioni dell'ESA in situazioni di emergenza, la tutela dell'autonomia fiscale degli Stati beneficia di una procedura più rapida. Dopo tre giorni dalla notificazione di tali decisioni lo Stato membro notifica a sua volta all'ESA, alla Commissione e al Consiglio che l'autorità nazionale competente non ottempererà alla decisione, specificando la natura dell'impatto sulla responsabilità fiscale. Tale notifica determina anche in questo caso la sospensione della decisione. Il Consiglio nei successivi dieci giorni lavorativi si riunisce per decidere se la decisione dell'ESA vada revocata. Se il Consiglio, pur esaminando la questione, non perviene a una decisione, la decisione dell'ESA cessa di essere sospesa. Nel caso in sede di Consiglio si decida di mantenere la decisione e lo Stato permanga nella sua convinzione che essa impatti negativamente sulla sua responsabilità fiscale, quest'ultimo, dopo una notificazione all'ESA e alla Commissione con adeguata motivazione, chiede un riesame al Consiglio. Il Consiglio, entro quattro settimane dalla notificazione²¹³ confermerà o rivedrà la sua posizione.

L'inserimento di questa clausola nei Regolamenti va valutato positivamente, in quanto mira ad allontanare il pericolo di una paralisi nell'esecuzione dei provvedimenti delle ESAs a livello nazionale e a far luce su una prerogativa, quella dell'autonomia fiscale, facilmente rivendicabile dagli Stati membri.

2.2.6. La protezione dei consumatori

Le ESAs dovranno promuovere altresì la trasparenza, la semplicità e l'equità per quel che riguarda i prodotti e i servizi finanziari destinati ai consumatori nel mercato interno. In ciò si include l'analizzare, il raggruppare e il riportare le tendenze dei consumatori; lo sviluppare *standards* formativi per l'industria; il riesaminare e coordinare le iniziative di cultura finanziaria promosse dalle autorità nazionali; il contribuire allo sviluppo di regole comuni di divulgazione²¹⁴.

²¹³ Termine suscettibile di un'ulteriore proroga di altre quattro settimane ove richiesto da particolari circostanze.

²¹⁴ Regolamenti ESAs, art.9, p.1.

A parte questa nota, sulla protezione dei consumatori i Regolamenti si soffermano brevemente, ed in termini generali²¹⁵. Non viene prevista, ad esempio, la possibilità per i consumatori di presentare alle ESAs reclami concernenti l'attuazione della normativa finanziaria europea da parte degli Stati membri.

L'unica vera novità apportata dai Regolamenti riguarda il formale inserimento dei consumatori nel processo decisionale delle ESAs attraverso una rappresentanza in seno agli *Stakeholder Groups*. Questi ultimi²¹⁶ si riuniscono almeno quattro volte l'anno e sono costituiti da trenta membri che rappresentino in maniera proporzionalmente equilibrata i partecipanti al mercato finanziario operanti nell'Unione, i rappresentanti dei lavoratori e di PMI operanti nel settore, i consumatori e gli utenti dei servizi finanziari. Questi Gruppi possono inviare opinioni e consigli su ogni tematica rientrante nelle competenze dell'ESA, in particolar modo quando si tratta di linee-guida e raccomandazioni, *BTSs*, nelle *peer reviews*, nella valutazione degli sviluppi del mercato e nella costruzione di una cultura di supervisione comune. Tali organi devono obbligatoriamente essere consultati dall'ESA nell'adozione dei *BTSs* e, laddove non siano coinvolte le istituzioni finanziarie, anche in caso di emanazione di linee-guida e raccomandazioni²¹⁷.

²¹⁵ All'11° Considerando, si afferma che l'ESA "dovrebbe tutelare i valori di pubblico interesse quali [...] la trasparenza dei mercati e dei prodotti finanziari e la tutela dei depositanti e degli investitori [...] (e) 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 gli istituti finanziari e le altre parti interessate, i consumatori e i dipendenti". La missione di protezione dei consumatori non trova ampio riconoscimento nemmeno nelle previsioni del Trattato, che all'art.169 TFUE accennano genericamente agli "interessi economici" dei consumatori, come rileva L. CARDIA, *Audizione del Presidente della Consob sulla vigilanza finanziaria europea*, presso la Commissione VI della Camera dei Deputati, Roma, 16 settembre 2009, p. 15.

²¹⁶ I quali trovano una disciplina identica nell'art.37, Regolamenti ESAs, e sono: per l'EBA il Banking Stakeholder Group, per l'ESMA il Securities and Markets Stakeholder Group, per l'EIOPA l'Insurance and Reinsurance Stakeholder Group e l'Occupational Pensions Stakeholder Group.

²¹⁷ L'eccezione a tale obbligo è rappresentata da un'urgenza nell'adottare le misure che renda impossibile tale consultazione. In tal caso, gli Stakeholder Groups devono essere informati appena possibile.

2.2.7. Il controllo sugli operatori e sulle attività dei mercati finanziari

Oltre ai limiti derivanti dai Trattati, considerazioni di *realpolitik* impediscono alle ESAs di svolgere una supervisione diretta sugli operatori nei mercati finanziari, compito rimasto in capo agli Stati membri. In particolare, il vero problema è rappresentato dal summenzionato – e più che legittimo – principio dell'autonomia fiscale degli Stati membri. Il momento cruciale in cui tale principio entra in gioco è quello della gestione e risoluzione delle crisi: l'Unione Europea non dispone di un'autorità fiscale in grado di arginare le perdite residuali di un fallimento bancario. Tale aspetto è difficilmente risolvibile, a meno che non vi siano accordi in sede Ecofin, più incisivi del Memorandum of Understanding del 2008, volti a stabilire un'efficace chiave di ripartizione delle perdite tra gli Stati membri.

Sebbene le ESAs siano ancora lontane dai supervisori ordinari, delle forme di controllo si stanno tuttavia sviluppando in aree rilevanti dei mercati finanziari. Particolarmente coinvolta è l'ESMA che, in seguito alla modifica del Regolamento 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, sarà l'esclusiva autorità responsabile per la registrazione e la supervisione di tali agenzie nell'Unione²¹⁸. L'ESMA avrà altresì dei compiti in relazione ai gestori dei fondi, con la possibilità di imporre restrizioni ai gestori di fondi non europei, e alla commercializzazione di fondi non europei²¹⁹. Anche i derivati *over-the-counter* saranno soggetti all'influenza dell'ESMA, in quanto sola autorità competente per la registrazione e la vigilanza sui repertori di dati sulle negoziazioni europee²²⁰. Non da ultimo, passi in avanti si stanno compiendo

²¹⁸ Si veda in proposito il nuovo Regolamento 513/2011/UE.

²¹⁹ V. Direttiva AIMF, testo adottato nell'11 novembre 2010, art.42.

²²⁰ Cfr. Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, COM(2010) 484. Giova ricordare che ivi si prevede, ai fini della sicurezza e trasparenza del mercato dei derivati OTC, che le informazioni relative ai contratti su derivati OTC vengano comunicate ai cd. trade repositories, soggetti sottoposti alla vigilanza dell'ESMA, e rese accessibili alle autorità di vigilanza. Si propone inoltre che i contratti standardizzati su derivati siano compensati tramite controparti centrali, per quelli non standardizzati vengono previste specifiche tecniche di riduzione del rischio (ad es. detenzione di maggiori livelli di capitale).

relativamente alle regole riguardanti *short selling* e *credit default swap*, prevedendo anche in tale ambito un ruolo chiave di coordinamento per l'ESMA²²¹.

Sono segnali, questi²²², di una volontà da parte delle istituzioni europee volta a far assumere un ruolo sempre più rilevante alle ESAs nella supervisione del mercato, che in futuro, ostacoli politici permettendo, potrebbe rendere queste ultime protagoniste nella supervisione diretta dei mercati.

2.3. Cooperazione, connessioni e scambio di informazioni tra i livelli di supervisione

Le ESAs sono tenute a collaborare regolarmente e strettamente con l'ESRB, nonché tra di loro attraverso la Joint Committee, andando ad assicurare la coerenza intersettoriale delle attività e a raggiungere posizioni comuni nel settore della vigilanza dei conglomerati finanziari e su altre questioni intersettoriali²²³. Tutte le parti dell'ESFS sono tenute, in ossequio al principio di leale cooperazione ex art.4, p.3 TUE, a cooperare con fiducia e pieno rispetto reciproco, garantendo in particolare lo scambio reciproco di informazioni utili ed affidabili²²⁴. Tali disposizioni costituiscono il fulcro della nuova architettura di sorveglianza, in quanto dalla loro concreta applicazione dipenderà il dialogo tra le varie componenti del sistema ed il suo funzionamento. L'affidabilità e l'adeguatezza dei flussi informativi tra le varie Autorità è di cruciale importanza per il monitoraggio dei mercati finanziari e

²²¹ Si veda Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle vendite allo scoperto e ai credit default swap, COM(2010) 482. In sede di negoziazione si sono palesati dei rilievi critici, in particolare da parte di Italia, Repubblica Ceca e Regno Unito, sui rischi di intromissione dell'ESMA nell'azione pubblica per gestire il mercato del debito sovrano. In un position paper i tre Stati avevano indicato come esentare dalle restrizioni il cd. naked short selling sia "essenziale per evitare conseguenze negative sui prezzi e sulla liquidità". Nella Proposta si prevede poi che l'ESMA debba ottenere, per prendere posizione sullo short selling di strumenti relativi al debito sovrano, il consenso dell'autorità nazionale rilevante "il più presto possibile". Tale specificazione è oggetto di dissenso da parte del Regno Unito, che vorrebbe attribuire meno poteri possibili alle Autorità europee.

²²² Già timidamente esplicitati nel potere di proibire certe attività finanziarie che minacciano i mercati ex art.9, Regolamenti ESAs, potere peraltro limitato a quanto stabilito nella legislazione di primo livello o a situazioni di emergenza ex art.18.

²²³ Regolamenti ESAs, art. 2, p.3.

²²⁴ Art.2, p.4. Analoga disposizione è presente nel Regolamento ESRB, art.1, p.4.

per l'individuazione di possibili fonti di rischio sistemico. In particolare poi, in base agli orientamenti del Rapporto De Larosière che individuò nell'inosservanza del rischio sistemico una delle cause della crisi, è prevista una cooperazione stretta, regolare e tempestiva da parte delle ESAs con l'ESRB, volta ad rendere disponibili a quest'ultimo tutte le informazioni necessarie per lo svolgimento dei suoi compiti²²⁵. Le ESAs informano inoltre l'ESRB²²⁶, insieme al quale effettuano gli *stress tests* al fine di valutare la resilienza degli istituti finanziari, sulle tendenze microprudenziali, sui rischi potenziali e sulle vulnerabilità rilevate nell'ambito della sorveglianza di propria competenza. Una specifica disposizione²²⁷ prevede lo scambio di informazioni, anche in base a modelli comuni di informativa, dalle autorità nazionali alle ESAs e viceversa.

Sono rintracciabili nei Regolamenti ESAs anche altri canali di connessione e di coordinamento tra i vari componenti: degni di nota sono la partecipazione delle ESAs ai *colleges of supervisors* e il relativo flusso informativo previsto in tal sede²²⁸, la possibilità di delega di compiti e responsabilità da parte delle autorità competenti all'ESA o alle altre autorità competenti²²⁹, l'esercizio di una funzione di coordinamento generale tra le autorità competenti²³⁰ e il contributo attivo alla creazione di una cultura comune a livello di Unione e prassi uniformi in materia di vigilanza²³¹.

Bisogna infine osservare che i Regolamenti non sottovalutano l'importanza delle relazioni con gli organi internazionali, imponendo all'ESRB un coordinamento delle sue azioni con quelle delle organizzazioni finanziarie internazionali, in particolare con l'IMF e con l'FSB, nonché con gli organismi

²²⁵ Regolamenti ESAs, art.36.

²²⁶ Nonché il Parlamento, il Consiglio e la Commissione, v. Regolamenti ESAs, art.32.

²²⁷ Regolamenti ESAs, art.35.

²²⁸ Art.21.

²²⁹ Art.28. Nel 39° Considerando si sottolinea come essa possa essere “uno strumento utile nel funzionamento della rete di autorità di vigilanza per ridurre la duplicazione di compiti di vigilanza, per promuovere la cooperazione e, in tal modo, per semplificare il processo di vigilanza e ridurre gli oneri a carico degli istituti finanziari”.

²³⁰ Art.31.

²³¹ Art.29.

competenti dei paesi terzi in merito alle questioni di vigilanza macroprudenziale²³²; sul versante microprudenziale, si prevede che le ESAs, non andando a vincolare giuridicamente l'Unione e gli Stati membri e fatte salve le rispettive competenze, possano stabilire contatti e concludere accordi amministrativi con le autorità di vigilanza, le organizzazioni internazionali e le amministrazioni di paesi terzi, e fornire loro assistenza nelle decisioni in materia di equivalenza²³³ nonché far partecipare paesi terzi ai loro lavori²³⁴.

2.4. Le basi giuridiche del nuovo sistema

Il sistema è stato istituito sulla base dell'art.114 TFUE, il quale dispone: “ Salvo che i trattati non dispongano diversamente [...], per la realizzazione degli obiettivi dell'art.26 TFUE (mercato interno), il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria²³⁵ e previa consultazione del Comitato economico e sociale, adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno²³⁶”. Nei Regolamenti si osserva infatti che la finalità ed i compiti delle ESAs²³⁷ - ossia assistere le autorità nazionali di vigilanza nell'interpretare ed applicare uniformemente le norme dell'Unione, e contribuire alla stabilità del sistema finanziario necessaria ai fini dell'integrazione finanziaria – nonché dell'ESRB²³⁸ – il quale, monitorando i rischi sistemici ed emettendo segnalazioni e raccomandazioni ove opportuno, dovrebbe anch'esso contribuire alla stabilità necessaria all'ulteriore integrazione del mercato interno - sono profondamente connessi agli obiettivi dell'*acquis* dell'Unione sul mercato interno dei servizi finanziari.

²³² Regolamento ESRB, art.3, p.2, lett.(i).

²³³ Regolamenti ESAs, art.33.

²³⁴ *Ivi*, art.75.

²³⁵ Ai sensi dell'art.294 TFUE.

²³⁶ Nel paragrafo successivo si chiarisce che tale previsione “non si applica alle disposizioni fiscali, a quelle relative alla libera circolazione delle persone e a quelle relative ai diritti ed interessi dei lavoratori dipendenti”.

²³⁷ Regolamenti ESAs, 17° Considerando.

²³⁸ Regolamento ESRB, 31° Considerando.

L'articolo in questione²³⁹ è stato utilizzato per stabilire diverse agenzie, e la Corte di Giustizia ne ha precisato in varie occasioni la portata e la finalità. Condizione imprescindibile per fondare un atto su tale articolo è che l'atto debba “effettivamente avere per oggetto il miglioramento delle condizioni di instaurazione e di funzionamento del mercato interno”²⁴⁰. Ben astenendosi dal considerare l'art.114 TFUE come clausola “che attribuisca al legislatore comunitario una competenza generale a disciplinare il mercato interno”²⁴¹, la Corte ha sottolineato, riguardo al ravvicinamento delle legislazioni, come “la semplice constatazione di disparità tra le normative nazionali non è sufficiente a giustificare il ricorso all'art.114 TFUE”, ritenendo invece rilevanti le “divergenze tra le disposizioni legislative, regolamentari o amministrative degli Stati membri tali da ostacolare le libertà fondamentali e quindi da incidere direttamente sul funzionamento del mercato interno”, laddove l'insorgere di tali ostacoli “deve apparire probabile e la misura di cui trattasi deve avere ad oggetto la loro prevenzione”²⁴². Pur talora con qualche difficoltà, la giurisprudenza comunitaria ha sempre privilegiato un'interpretazione estensiva nel definire gli ostacoli al funzionamento del mercato interno e la loro possibile materializzazione²⁴³. Un rilevante esempio di utilizzazione dell'art.114 TFUE

²³⁹ Che, è bene ricordarlo, esclude la possibilità di introdurre disposizioni fiscali. Tale aspetto non è trascurabile in quanto, come già si è notato, l'autonomia fiscale nazionale influisce direttamente sulla possibilità di affidare compiti di supervisione diretta alle ESAs.

²⁴⁰ C-376/98, *Germany v. Parliament and Council*, ECR [2000], para.84 (Tobacco Advertising). Questa sentenza rappresenta uno dei pochi casi in cui la Corte non accolse con favore delle misure legislative ex art.114 TFUE, in quanto la direttiva in questione, 98/43/CE, non aveva come suo obiettivo genuino il mercato interno, bensì la salute pubblica. Sulla necessità che il miglioramento delle condizioni di attuazione e di funzionamento del mercato interno risultino obiettivamente ed effettivamente dall'atto giuridico, si veda C-66/04, *United Kingdom v. Parliament and the Council*, ECR[2005], para.44.

²⁴¹ C-376/98, para.83.

²⁴² C-380/03, *Federal Republic of Germany v. European Parliament and Council of the European Union*, ECR [2006], paras.37-38 (Tobacco Advertising II). In senso conforme, C-58/08, *The Queen on the application of Vodafone Ltd. & others v. Secretary of State for Business, Enterprise and Regulatory Reform & others*, ECR [2010], paras.32-33 (Mobile Phone Roaming).

²⁴³ Come rivela l'analisi di E. FAHEY “Does the emperor have financial crisis clothes? Reflections on the legal basis of the European Banking Authority”, in *The Modern Law Review*, 2011, 74 (4).

per lo stabilimento di agenzie è rappresentato dal caso ENISA²⁴⁴, richiamato negli stessi Regolamenti delle ESAs e dell'ESRB²⁴⁵. Ivi si riprende la statuizione della Corte, la quale afferma che il tenore testuale dell'articolo non prevede esplicitamente che i provvedimenti adottati dal legislatore comunitario, fondati sull'articolo de quo, debbano avere come destinatari esclusivamente gli Stati membri, e che può benissimo realizzarsi, a discrezione di detto legislatore, "l'istituzione di un organismo comunitario incaricato di contribuire alla realizzazione di un processo di armonizzazione nelle situazioni in cui, per agevolare l'attuazione e l'applicazione uniformi di atti fondati su tale norma, appaia appropriata l'adozione di misure di accompagnamento e di inquadramento non vincolanti"²⁴⁶. Nel confermare la validità dell'European Network and Information Security Agency (ENISA)²⁴⁷, la Corte osservò che il regolamento che istituiva tale agenzia si inseriva in un pacchetto di misure legislative relativo ad un settore- quello della sicurezza delle reti e della riservatezza delle comunicazioni- particolarmente complesso oltretutto in rapido mutamento. Seppur non coinvolta direttamente nel processo di armonizzazione, all'agenzia, incaricata di promuovere la cooperazione tra i diversi soggetti operanti nel settore, di raccogliere informazioni, di fornire consulenza tecnica, fu riconosciuto, da parte della Corte, il ruolo di agevolare la trasposizione delle direttive nel diritto interno degli Stati membri e la loro attuazione a livello nazionale, e fu dunque confermata la piena validità del regolamento che la istituiva²⁴⁸.

Alla luce di quanto detto, qualora si presentino istanze di contestazione riguardanti la legittimità dell'ESFS²⁴⁹, ci si può sbilanciare nel prevedere un avallo, da parte della Corte, dei Regolamenti che stabiliscono le ESAs, in quanto la loro funzione sarà quella di ravvicinare le legislazioni, incrementando la cooperazione tra le autorità di vigilanza nazionali, assistendole

²⁴⁴ C-217/04, *United Kingdom v. Parliament*, ECR [2006].

²⁴⁵ V. Regolamenti ESAs, 17° Considerando, e Regolamento ESRB, 31° Considerando.

²⁴⁶ C-217/04, para.44.

²⁴⁷ Ivi, para.46 e ss.

²⁴⁸ Contrariamente alle Conclusioni dell'Avvocato Generale J. Kokott.

²⁴⁹ Ad esempio in sede di tutela impugnatoria ex art. 61 Regolamenti ESAs.

nell'interpretazione e nella applicazione delle normative europee. Esse poi, a differenza dell'ENISA, sono dotate del potere di emanare misure normative quali i BTSs. Dimostrare che la mancanza di cooperazione e di regole uniformi possa tradursi in un danno per il funzionamento del mercato interno, soprattutto all'indomani della crisi, non sembra essere cosa difficile.

Diverse considerazioni vanno fatte per quanto riguarda l'ESRB, il quale, come si è avuto modo di precisare, non è qualificabile come agenzia²⁵⁰. Esso, secondo il Regolamento che lo istituisce, dovrebbe contribuire al funzionamento del mercato interno con la sua funzione di monitoraggio del rischio sistemico: ma tale tipologia di rischio, lo si è visto, è di difficile definizione, e la dimostrazione del contributo al mercato interno da parte dell'ESRB probabilmente si tradurrebbe in una vera e propria *probatio diabolica*. Tende a consolidare comunque la legittimità dell'ESRB l'obiettivo di ravvicinamento delle politiche di vigilanza nazionali tramite strumenti di *soft law*: le possibilità di conferma della base giuridica dell'ESRB potrebbero dipendere dall'autorevolezza e dalla fiducia che esso saprà guadagnarsi tra le autorità nazionali e dunque, da come le sue segnalazioni saranno recepite dagli Stati membri.

Un ulteriore ed interessante punto merita però di essere sviluppato. La natura residuale dell'art.114 TFUE²⁵¹ impone una verifica della presenza di altre norme idonee a fondare il sistema di supervisione europeo. Non si può dunque non far ricadere l'attenzione sull'art.127 TFUE²⁵², che prevede un ruolo di coordinamento delle autorità nazionali in capo al SEBC per quel che riguarda

²⁵⁰ “Si tratta in pratica di un meccanismo di coordinamento rafforzato tra le autorità monetarie e finanziarie europee attorno alla BCE, più che di un nuovo organismo” come suggerisce L. ABETE *Audizione del Presidente dell'Assonime. Indagine conoscitiva sugli strumenti di vigilanza europea dei mercati finanziari creditizi e assicurativi*, presso Commissione 6^a (Finanze e Tesoro) Senato della Repubblica, 2010, p.4.

²⁵¹ Il quale va infatti applicato “salvo che i trattati non dispongano diversamente”.

²⁵² Art. 127 TFUE: “5. Il SEBC contribuisce ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario.

6. Il Consiglio, deliberando all'unanimità mediante regolamenti secondo una procedura legislativa speciale, previa consultazione del Parlamento europeo e della Banca Centrale Europea, può affidare alla Banca Centrale Europea compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione”.

la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario, nonché la possibilità di affidare alla BCE compiti specifici in merito alle politiche riguardanti la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione. In base ad un'interpretazione restrittiva, quest'articolo dovrebbe costituire una base indiscussa per la supervisione finanziaria. Come altrove è stato rilevato²⁵³, non è chiaro infatti se le nuove misure di supervisione siano inerenti al mercato interno o al buon funzionamento del sistema finanziario. In quest'ultimo caso, si dovrebbe certamente prediligere come fondamento l'art.127 TFUE. Tale opzione, che avrebbe implicato un ruolo più penetrante in capo alla Banca Centrale Europea, incaricata eventualmente della vigilanza microprudenziale diretta degli enti *cross-border* (includendo tutti gli enti *cross-border* o solo quelli più importanti dal punto di vista sistemico)²⁵⁴, concretizzando così un trasferimento della vigilanza dai supervisori nazionali ad un livello sovranazionale, fu rigettata dal Gruppo De Larosière sulla scorta di legittime considerazioni²⁵⁵:

- la BCE è incaricata di salvaguardare la stabilità monetaria ed attribuirle la vigilanza microprudenziale potrebbe creare un conflitto con il suo mandato fondamentale;
- in caso di crisi la BCE dovrebbe trattare con i vari ministeri delle finanze²⁵⁶ e con le autorità di vigilanza nazionale, ciò è complesso, visti i numerosi interessati, e nocivo per l'indipendenza della BCE, date le possibili pressioni politiche;
- si consideri poi che alcune banche centrali del sistema BCE/SEBC non hanno competenze in termini di vigilanza, e che accordare responsabilità alla BCE, la quale non si occupa della politica monetaria di alcuni paesi

²⁵³ Cfr. House of Commons Treasury Committee, *The Committee's Opinion on proposals for European financial supervision*, 16th Report of Session 2008-2009, para.31.

²⁵⁴ Cfr. par.169 del Rapporto De Larosière. In base a tale proposta, sarebbe in potere della BCE rilasciare autorizzazioni agli istituti interessati, far applicare i requisiti patrimoniali e svolgere ispezioni in loco.

²⁵⁵ Par.171.

²⁵⁶ Qui entra infatti in gioco la dimensione fiscale, visto il probabile ricorso al denaro dei contribuenti.

europei, non soddisferebbe l'esigenza di un sistema di vigilanza inclusivo ed integrato;

- infine, l'art.127, par.6 del TFUE non conferisce alla BCE il controllo delle imprese di assicurazione.

E' bene inserire altre tre considerazioni²⁵⁷. Innanzitutto, si cumulerebbero in capo ad un unico soggetto le funzioni micro e macroprudenziali. In secondo luogo, se le fondamenta del nuovo sistema ruotassero intorno all'art.127, p.6, TFUE si escluderebbe sì un ben più lungo e defatigante processo di modifica al Trattato, tuttavia sarebbe richiesto un consenso unanime da parte degli Stati Membri in sede Ecofin nonché da parte dei governatori delle banche centrali in sede BCE/SEBC, cui tale cambiamento non può essere imposto *sic et simpliciter*. Non da ultimo, sul versante della gestione e risoluzione delle crisi si ripresenterebbero le dovute problematiche fiscali, e tale aspetto non è risolvibile nell'immediato, visto che vi è una mancanza di volontà, e probabilmente anche di mezzi, per procedere a una centralizzazione fiscale; né la BCE dispone, diversamente dalla FED americana, di un bilancio sovrano a copertura delle sue azioni. Viene comunque riconosciuto alla BCE un ruolo nella vigilanza macroprudenziale, confermato in seguito dal Regolamento 1096/2010.

Questioni squisitamente politiche, unite all'esigenza di speditezza ai fini della riforma e ai limiti imposti dal Trattato, hanno quindi reso indispensabile il ricorso all'art.114 TFUE come base giuridica del nuovo sistema²⁵⁸. Ad ogni modo, l'approccio estremamente flessibile in materia di ravvicinamento delle legislazioni relativamente al mercato interno induce a prevedere che, con molta probabilità e a meno di un'improvvisa rivoluzione della sua giurisprudenza, la

²⁵⁷ Si v. R. MASERA, *art.cit.*, p.169.

²⁵⁸ Non potendosi trovare una valida alternativa nemmeno nell'art.352 TFUE. Il Trattato di Lisbona ha infatti introdotto delle condizioni significative per la sua applicazione: la Commissione deve richiamare l'attenzione dei parlamenti nazionali sulle proposte fondate sul presente articolo; inoltre le misure che si fondano su di esso non possono comportare un'armonizzazione delle legislazioni nazionali nei casi in cui i trattati la escludono, né possono conseguire obiettivi riguardanti la politica estera. Ma l'elemento decisivo rimane, anche qui, l'unanimità richiesta in sede di riforma.

Corte difficilmente criticherà l'assetto del nuovo sistema in sede di *judicial review*.

3. Riflessioni riguardanti l'impatto sulle realtà nazionali: il caso della vigilanza finanziaria italiana

Pare opportuno svolgere qualche considerazione, anche in via meramente speculativa, riguardo al potenziale impatto del nuovo sistema comunitario sulla vigilanza finanziaria italiana. Quest'ultima è connotata da una ripartizione *sui generis* non classificabile propriamente come settoriale (*multi-peaks*) o finalistica (*twin-peaks*), essendo affidata la supervisione del settore mobiliare a due Autorità distinte: la Banca d'Italia, per i profili di stabilità, la CONSOB per quelli di trasparenza e correttezza²⁵⁹. Lo stesso settore assicurativo denota una vigilanza differente rispetto agli altri ordinamenti, essendo presenti un'Autorità dedicata alla stabilità del mercato e delle imprese di assicurazione nell'interesse degli assicurati e degli utenti in generale, ISVAP, ed una alla vigilanza sul funzionamento dei fondi pensione complementari, COVIP. E' dunque rintracciabile un primo punto di contrasto nella ripartizione delle funzioni degli organi supervisor italiani e di quelli comunitari, che potrebbe rendere non facile il recepimento delle strategie comunitarie, in particolare quando esse hanno come oggetto sia la tutela dell'equilibrio economico-finanziario degli intermediari (attinente alla stabilità) sia la tutela dei consumatori (attinente alla trasparenza e correttezza), concretandosi una sovrapposizione di competenze. Riguardo a possibili scompensi, si pensi poi, a titolo di esempio, al settore del risparmio gestito, ove gli intermediari sono tenuti ad una doppia interlocuzione - nonostante non siano presenti esigenze di microstabilità- con Banca d'Italia e CONSOB: nel sistema europeo tale settore è presidiato dall'ESMA, cui partecipa la CONSOB, pur non essendo pienamente competente su tale settore a livello domestico²⁶⁰. Essenziali si riveleranno perciò quei momenti di confronto tra le varie Autorità italiane, culminanti nella stipulazione di

²⁵⁹ Ai sensi dell'art. 5 T.U.F. A ben vedere, tuttavia, vi sono delle rare eccezioni a tale ripartizione: esemplari sono gli artt. 116 e ss. del T.U.B. che affidano alla Banca d'Italia la competenza in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali sui prodotti tipici bancari.

²⁶⁰ Cfr. CONSOB, *Il contesto istituzionale ed economico*, Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze per l'anno 2010, Roma, 31 marzo 2011, p.6.

protocolli volti a regolarne l'attività. Ciò è di prioritaria importanza ove si consideri che l'attività dell'ESFS sarà anzitutto incentrata sulla creazione del *single rulebook*, privilegiando la regolamentazione. A proposito del processo normativo, dovrà essere chiarito²⁶¹ e conseguentemente ridimensionato, alla luce dell'attuale assetto europeo, il ruolo del Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio (CICR) e, nello specifico, il significato di quell' "*alta vigilanza in materia di credito e di tutela del risparmio*" ad esso attribuita²⁶², limitativo per l'indipendenza della Banca d'Italia²⁶³. Viene infatti notato in dottrina come gli indirizzi disciplinari del CICR arretrino sempre più nella loro incisività, dando la precedenza alle direttive di matrice comunitaria, tanto da comportare un "sostanziale svuotamento" della funzione di tale Comitato²⁶⁴. Si manifesta quindi la necessità di aderire a quell'orientamento maturato in sede sovranazionale, secondo cui la piena autonomia delle Autorità amministrative indipendenti è ritenuta essenziale per il corretto svolgimento della funzione di vigilanza²⁶⁵, ferma restando l'eventuale competenza del CICR per le tematiche non rientranti nella sfera comunitaria.

Altra misura auspicabile sarebbe la previsione di modalità efficienti di dialogo, in caso di crisi, tra il Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria²⁶⁶ e l'ESFS, al fine di una maggiore prevenzione del rischio sistemico.

²⁶¹ Come più volte richiesto, in passato, dalla Banca Centrale Europea, cfr. Pareri CON//2004/16, CON/2006/51, CON/2007/17.

²⁶² Ex art.2 T.U.B. Nel regolare l'attività delle banche e degli altri intermediari finanziari disciplinati dal Testo unico bancario, tale organo delibera, su proposta della Banca d'Italia, principi e criteri per l'esercizio della vigilanza.

²⁶³ Tale osservazione vale per il settore bancario, non per quello mobiliare, ove il T.U.F. prevede che la Banca d'Italia e la CONSOB adottino gli atti generali di rispettiva competenza indipendentemente da un indirizzo normativo precedentemente fissato a livello interministeriale (art.6).

²⁶⁴ Si veda con profitto F. CAPRIGLIONE, "*Le amministrazioni di controllo del mercato finanziario. La particolare posizione della Banca d'Italia*", in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2/2011.

²⁶⁵ In tal senso, si v. anche "*Indagine conoscitiva sulle Autorità amministrative indipendenti*", Audizione del Direttore Generale della Banca d'Italia Fabrizio Saccomanni, Camera dei Deputati, 27 ottobre 2010.

²⁶⁶ Organo istituito nel 2008 dal "Protocollo d'intesa per la cooperazione in materia di stabilità finanziaria", firmato dal MEF, Banca d'Italia, CONSOB e ISVAP. Il Comitato è tenuto a riunirsi almeno due volte l'anno e comunque ogni volta che si manifesti un caso potenziale di crisi finanziaria di natura sistemica.

Per quel che concerne il profilo operativo della vigilanza, che continua ad essere, nel rispetto della morfologia dei sistemi nazionali, dei rispettivi modelli di business e di struttura dei rischi, di competenza delle autorità nazionali, le pratiche di supervisione sui singoli intermediari, notoriamente vigilanza informativa ed ispettiva, rimarranno inalterate, ma dovranno cercare di conformarsi alle indicazioni delle ESAs e dell'ESRB, e dovranno altresì convergere con le pratiche di vigilanza adottate negli altri Stati membri. Ciò, se da un lato può apparire scontato, da un altro può risultare ostico, ove si consideri che il sistema italiano è prevalentemente “bancocentrico”, ed un differente grado di complessità è assegnato alla vigilanza sugli enti creditizi e alla vigilanza finanziaria²⁶⁷, differenza che forse mal si concilierebbe con sistemi nazionali “di mercato”. Riveste perciò una certa importanza, ai fini di un miglior allineamento della disciplina che tenga conto delle specificità e delle peculiarità strutturali del sistema domestico, la partecipazione attiva alle *peer reviews* e alla produzione normativa in seno alle Autorità europee da parte delle autorità italiane.

Posto che gli obblighi di collaborazione scaturiscono da Regolamenti comunitari, suscettibili di applicazione diretta ed *erga omnes*, alla cui violazione potrebbe far seguito un’azione di fronte alle stesse ESAs o di fronte alla Corte di Giustizia, dovrebbe porsi fine, nelle strategie di vigilanza e con particolare riguardo al flusso informativo tra le varie Autorità, al potenziale *trade-off* tra competitività del sistema finanziario nazionale e salvaguardia della stabilità finanziaria europea, il permanere del quale è dovuto esclusivamente all’attuale assetto della fase di gestione e risoluzione delle crisi, fortemente sbilanciato, lo si è visto, verso la dimensione nazionale. Si osservi però, pur essendo prevista la prevalenza delle decisioni delle ESAs su quelle delle autorità degli Stati membri, la debolezza dei rimedi in caso di inadempienze da parte delle autorità nazionali: l’unica vera sanzione rimane la menzione delle autorità inottemperanti nel rapporto annuale presentato alle istituzioni europee, nocivo, di fatto, solo sul piano della credibilità. Sul versante sanzionatorio poco cambia, insomma, rispetto all’assetto dei precedenti Comitati di Livello 3,

²⁶⁷ Per un’analisi più approfondita, si rinvia a C. BRESCIA MORRA “*Le forme della vigilanza*”, in F. CAPRIGLIONE “L’ordinamento finanziario italiano”, CEDAM, Padova, 2010, p.340.

potendosi prevedere ancora, specialmente in occasioni critiche, eventuali divergenze tra il contesto di vigilanza nazionale e comunitario.

4. Una valutazione d'insieme

Nel concludere la presente analisi, emerge un quadro di vigilanza europeo fondato su un regime di mera cooperazione che risulta carente sotto vari profili. Sul versante macroprudenziale, all'ESRB è assegnato un compito assai complesso: il suo ampio mandato fa difficilmente intravedere possibilità di successo nella sua missione, considerato che le cause e gli ambiti in cui si può generare il rischio sistemico sono molteplici e arduamente conoscibili, e che dati gli scarsi strumenti a disposizione, il suo operato dipenderà in gran parte dalla collaborazione delle altre autorità. E' difficile prevedere, dunque, come sarà possibile per quest'organo, la cui struttura è peraltro discutibile, influenzare le politiche macroeconomiche degli Stati membri e guadagnarsi una sua autorevolezza.

Analogamente, le nuove Autorità microprudenziali rappresentano soltanto un lieve rafforzamento dei precedenti Comitati di Livello 3 della procedura Lamfalussy. I poteri delle ESAs sono difficilmente qualificabili come strumenti significativi. Anzitutto, nel dettare un set comune di regole tramite i BTSs, le nuove Autorità europee dovranno limitarsi ad emanare norme genuinamente tecniche che non coinvolgano scelte politiche, necessitando dell'avallo della Commissione; l'*enforcement* del diritto comunitario rimane, di fatto, prerogativa di quest'ultima, e non è difficile immaginare un frequente ricorso alla clausola di tutela della responsabilità fiscale da parte degli Stati membri in caso di interventi delle ESAs di mediazione o d'emergenza.

La Commissione è potenzialmente in grado di giocare un ruolo di "attore" e non di mero "osservatore" in seno alle Autorità europee. Ciò potrebbe frustrare l'indipendenza e l'effettiva incisività delle azioni di tali organi. Non sono incoraggianti, in merito, i primi esperimenti delle ESAs, che sembrano anzi minare prematuramente la credibilità delle loro azioni. In particolare, gli *stress-tests* bancari condotti dall'EBA nella primavera del 2011 sono stati giudicati da molti, quanto ad efficacia, una riproduzione degli *stress-tests* dell'anno precedente, che non furono in grado di prevedere il tracollo delle

banche irlandesi. Scarsamente attendibili sono altresì risultati quelli del luglio 2011²⁶⁸.

Rimanendo tale regime di cooperazione imperniato sull'*home country principle*, viene prevista²⁶⁹ l'istituzione obbligatoria dei collegi dei supervisori ai fini del monitoraggio degli enti *cross-border* sistemicamente rilevanti²⁷⁰. Ciò non cambia le responsabilità tra Stato di origine ed ospitante, bensì rinforza la loro interazione. Tuttavia, i collegi non sono affatto da considerare una soluzione valida per l'integrazione²⁷¹. Si consideri infatti la mancanza di *accountability* in caso di fallimento o di crisi. Non solo, la partecipazione nei collegi non impedisce un'azione unilaterale da parte del supervisore nazionale che vi partecipa: il caso Fortis, con la nazionalizzazione delle operazioni da parte dell'Olanda, è emblematico a tal proposito. E' bene ricordare che nei Regolamenti della nuova architettura finanziaria, il raccordo tra i collegi e l'ESRB, in termini macroprudenziali, avviene esclusivamente per mezzo dell'ESA competente²⁷².

Passi in avanti verso un sistema più solido e credibile potrebbero compiersi laddove si optasse per l'istituzione di un sistema di gestione e risoluzione delle crisi non frammentato a livello nazionale, ma in grado di offrire un modello di riferimento comune ed adeguato a livello europeo. Un'Autorità di risoluzione

²⁶⁸ Tali tests prendono infatti in considerazione solo una minima parte dell'esposizione ai debiti sovrani, tralasciando i titoli di Stato contenuti nel banking book, che ne costituiscono la porzione principale (circa l'80% in media). Secondo qualche esperto, se tale voce fosse messa sotto esame, ne uscirebbe un quadro ben diverso. Cfr. altresì EBA 2011 EU-Wide Stress-Test Aggregate Report su http://stress-test.eba.europa.eu/pdf/EBA_ST_2011_Summary_Report_v6.pdf.

²⁶⁹ Direttiva 2009/111/CE, art.131 bis.

²⁷⁰ Viene osservato che laddove vi sia una legislazione stringente sui compiti loro attribuiti, i collegi tendono a funzionare efficacemente, tuttavia, i risultati sono meno soddisfacenti quando il funzionamento dei collegi si basa su impegni di natura volontaria, cfr. F. SACCOMANNI *Audizione alla Commissione VI della Camera dei deputati (Finanze) nell'ambito dell'esame della comunicazione della Commissione europea sulla vigilanza finanziaria europea*, Roma, 15 settembre 2009, p.14.

²⁷¹ Come suggerisce altresì D. ALFORD "The use of colleges of regulators under European Union Banking Law", in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2009, 24 7, p.360. Ciò vale anche per l'istituzione di tali collegi a livello internazionale.

²⁷² In merito, rileva K. LANNOO "The Road Ahead after De Larosière", in CEPS Policy Brief No.195, August 7, 2009, p. 4, che la partecipazione nei numerosi collegi di supervisori richiederà all'EBA un carico di lavoro e risorse ben maggiori di quelle attuali.

europea in grado di intervenire immediatamente ponendo l'ente in difficoltà sotto la sua amministrazione, supportata da un'eventuale Fondo europeo per la risoluzione²⁷³, ridurrebbe i costi derivanti dai meccanismi di coordinamento, promuoverebbe con la sua imparzialità il miglioramento del mercato europeo, offrirebbe un prospetto veritiero delle perdite delle SIFIs ai creditori ed interromperebbe la stretta dipendenza che intercorre tra banche e bilanci nazionali²⁷⁴. Le recenti strategie adottate dall'Unione nell'ambito di gestione e risoluzione delle crisi riguardano principalmente le crisi dei debiti sovrani, e sono ben lontane dall'istituire un organismo simile²⁷⁵. C'è da osservare, comunque, il facile sovrapporsi di interessi tra l'ambito delle banche e quello dei debiti pubblici, che porta ad un intreccio- un "circolo vizioso"- forse volutamente inestricabile: i *bail-outs* di Grecia e Irlanda includono in via occulta

²⁷³ V. R. MASERA, G. MAZZONI "La riforma dei requisiti prudenziali e la proposta di un Fondo di risoluzione per la gestione delle crisi" in *Bancaria*, vol.66, n. 6/2010, pp.13-24. Gli Autori propongono un sistema di risoluzione basato su due fondi: il primo, modellato sulla base della Dif federale americana, dovrebbe riguardare tutti gli istituti con raccolta in depositi, incluse le SIFIs ove abbiano depositi, il secondo si applicherebbe solo alle SIFIs raccogliendo sufficienti risorse per far fronte al loro fallimento, al fine di ridurre il moral hazard e non creare confusione tra requisiti prudenziali a fronte del rischio idiosincratico e sistemico.

²⁷⁴ In tal senso, M. BELKA "Why we need a resolution authority for Europe's bank", *Financial Times*, 21 April 2010, su www.ft.com.

²⁷⁵ L'Unione ha infatti istituito l'European Financial Stability Facility (EFSF), veicolo finanziario basato in Lussemburgo finalizzato al salvataggio degli Stati membri in difficoltà, operativo essenzialmente come emittente di obbligazioni. La raccolta tramite il collocamento sui mercati internazionali degli EFSF-bond viene utilizzata unicamente per aiutare temporaneamente gli Stati dell'eurozona in difficoltà. L'aiuto consiste nell'erogazione di un prestito allo Stato che lo richiede, con l'obiettivo di preservare la stabilità finanziaria dell'Unione. Tale entità si fonda sull'art.122, p.2 TFUE, e nonostante sia stata usata per fronteggiare le passività a breve termine delle banche irlandesi (suscettibili di diventare debito governativo in una crisi), va considerata uno strumento esclusivo per la gestione delle crisi del debito sovrano, non un fondo camuffato a salvaguardia delle SIFIs, per le quali andrà istituito un meccanismo di risoluzione parallelo e complementare. L'EFSF e l'European Financial Stabilization Mechanism (EFSM, altra entità che mette a disposizione degli Stati membri in difficoltà fondi garantiti dal budget dell'Unione), saranno sostituiti nelle loro funzioni, a partire dalla metà del 2013, dall'European Stability Mechanism (ESM) il quale trova una sua base più solida nel nuovo terzo paragrafo dell'art.136 TFUE, introdotto dalla Decisione 2011/199/UE del Consiglio. Cfr. http://www.efsf.europa.eu/attachments/esm_treaty_en.pdf. Nel dicembre 2011, in sede di Consiglio, è stata anticipata l'entrata in vigore dell'ESM Treaty al luglio 2012, cfr. http://consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/126658.pdf.

anche il salvataggio di alcuni enti sistemicamente rilevanti²⁷⁶. Sarebbe dunque opportuno, al fine di mitigare il *moral hazard*²⁷⁷, creare meccanismi di risoluzione diversi, rispettivamente, per i debiti sovrani e per le SIFIs.

Una nota comunicazione della Commissione²⁷⁸ prevede alcune proposte, finalizzate alla creazione di un quadro per la prevenzione e la gestione delle crisi e le misure di risoluzione, basate sui seguenti obiettivi: porre in primo piano la preparazione e la prevenzione; fornire strumenti di risoluzione credibili; consentire un'azione veloce e decisa; attenuare il *moral hazard*, proteggendo i fondi pubblici; contribuire ad una risoluzione ordinata dei gruppi transfrontalieri; garantire la certezza giuridica, mirando a far sì che i creditori, in caso di risoluzione, non si trovino in una posizione migliore o peggiore rispetto a quella in cui si sarebbero trovati in caso di liquidazione dell'istituto; limitare le distorsioni della concorrenza.

Secondo tale quadro le autorità di vigilanza nazionali rimarrebbero titolari della fase di gestione delle crisi, che si svilupperebbe in tre momenti: a) misure preparatorie e preventive, nelle quali figura la possibilità di trasferire attività all'interno di un gruppo in difficoltà, sulla base di un accordo approvato dagli azionisti delle società del gruppo e dalle autorità di vigilanza; b) intervento tempestivo, quale il potere, per le autorità, di nominare commissari che sostituiscano il management o prestino a questo assistenza; c) risoluzione, che comprende il potere di trasferire attività e passività a terzi acquirenti e quello di costituire società veicolo per il trasferimento o la liquidazione di attività (*bridge bank* e *bad bank*).

²⁷⁶ R. MASERA, "Taking the moral hazard out of banking: the next fundamental step in financial reform", in PSL Quarterly Review, 2011 vol.64 n.257, pp.105-142. Non è dunque un caso che, secondo alcuni, nel salvataggio della Grecia sia ricompreso anche, e soprattutto, il salvataggio di Deutsche Bank, v. C. BASTASIN "Deutsche Bank, la Grecia e una notte tempestosa", in *IlSole24ore*, 20 marzo 2010.

²⁷⁷ In Europa nessuna normativa impedisce l'uso del denaro dei contribuenti per risollevarne i bilanci delle banche, diversamente da quanto avviene negli Stati Uniti con il Dodd-Frank Act.

²⁷⁸ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo, al Comitato delle Regioni e alla Banca Centrale Europea, "Un quadro dell'UE per la gestione delle crisi nel settore finanziario", COM (2010) 579, la cui impostazione viene peraltro confermata da una Proposta di Direttiva pubblicata dalla Commissione nel giugno 2012. È la terza comunicazione in materia dopo COM (2009) 561, relativa a un quadro europeo per la gestione transfrontaliera delle crisi nel settore bancario, e COM (2010) 254, riguardante fondi di risoluzione per il settore bancario.

Per quel che riguarda i gruppi transfrontalieri, la Commissione, pur riconoscendo che un quadro integrato per la risoluzione degli enti *cross-border* facente capo ad un'unica Autorità europea fornirebbe un processo di risoluzione rapido, efficace e ben riflettente la natura paneuropea dei mercati bancari, ammette la difficoltà nel creare tale quadro integrato in assenza di un regime di insolvenza armonizzato²⁷⁹ e in presenza di collegi di supervisori anziché di un organismo unico per la vigilanza di tali enti. Si caldeggia dunque, anche in materia di risoluzione, il coordinamento come arma principale, tramite l'istituzione, accanto ai collegi di supervisori esistenti, di collegi di risoluzione, presieduti dall'autorità competente per la risoluzione nell'*home country*, la quale dovrebbe indicare il meccanismo di risoluzione più idoneo, dovendosi procedere altrimenti alla risoluzione del gruppo per singole entità attuata individualmente dalle autorità di risoluzione nazionali²⁸⁰. Viene previsto un ruolo per l'EBA, che prenderebbe parte alla definizione di norme tecniche in materia di risoluzione e parteciperebbe ai collegi di risoluzione in veste di osservatore al fine di incoraggiare il coordinamento, tenendo tuttavia in considerazione la possibilità di conflitti di interesse²⁸¹.

E' prevista poi la costituzione di fondi nazionali per la risoluzione delle crisi (*resolution funds*) finanziati dallo stesso settore finanziario, tramite prelievi sugli intermediari commisurati al rischio che essi pongono per il sistema.

La Commissione infine pone le basi per una proposta di medio termine, finalizzata ad un'armonizzazione ulteriore della legislazione in materia di insolvenza nell'Unione²⁸² e ad un quadro più integrato per la risoluzione dei gruppi transfrontalieri, con il coinvolgimento di un'eventuale autorità europea

²⁷⁹ E' bene ricordare che la Direttiva 2001/24/CE in materia di risanamento e liquidazione degli enti creditizi, armonizza solo le norme riguardanti il conflict-of-laws, lasciando intatta la normativa sostanziale relativa alla liquidazione. La direttiva segue i principi dell'*home country control* e *mutual recognition*, propugnando l'"*universality principle*", in base al quale le regole di liquidazione dello Stato d'origine si applicano a tutte le branche transnazionali nell'Unione.

²⁸⁰ Si noti come quasi nulla cambi rispetto al regime precedente, incluso il rischio di procedere ad una risoluzione disordinata dell'ente transfrontaliero.

²⁸¹ Come osserva la Commissione infatti, se in molti Stati membri le autorità di vigilanza e quelle di risoluzione sono differenti, è proprio per ridurre gli incentivi alla tolleranza regolamentare.

²⁸² Viene prevista la pubblicazione di una relazione sull'ulteriore armonizzazione della legislazione in materia di insolvenza entro la fine del 2012.

di risoluzione nonché di un fondo di risoluzione UE finanziato in maniera armonizzata²⁸³.

Come si può ben vedere, anche per l'ambito della gestione e risoluzione delle crisi, le proposte legislative europee sono, analogamente a quanto avviene per la supervisione ordinaria, orientate alla cooperazione.

Nel presupposto che regolamentazione, supervisione e gestione/risoluzione delle crisi siano “intrinsecamente correlate e formino un continuum”, ci si chiede se, nel riformare il quadro di vigilanza europeo, non si stia ripetendo l'errore di prediligere quella dantesca “veduta corta” che è stata all'origine della crisi²⁸⁴, puntando ad un risultato immediato ma potenzialmente fragile, piuttosto che all'istituzione di un'architettura di vigilanza ponderata più a lungo, ma maggiormente solida. Una traslazione effettiva della vigilanza a livello europeo rimane l'unica alternativa credibile, specialmente riguardo alle SIFIs. Non casualmente, la valutazione di mercato di tali entità ha sofferto, negli ultimi anni, in misura maggiore rispetto alla valutazione delle banche con operatività nazionale²⁸⁵: ciò testimonia come il mercato stesso consideri inadeguato e poco credibile l'attuale *framework* regolamentare riguardante il monitoraggio delle SIFIs europee, nonché come la collaborazione e lo scambio di informazioni riguardo tali gruppi da parte delle autorità di vigilanza sia considerata inefficiente.

²⁸³ La valutazione di tale quadro viene rimandata alla revisione del Regolamento dell'EBA, prevista per il 2014.

²⁸⁴ Si v.T. PADOA SCHIOPPA “*La veduta corta. Conversazione con Beda Romano sul Grande Crollo della finanza*”, ed. Il Mulino, Contemporanea, 2009.

²⁸⁵ UNICREDIT GROUP, “*Cross-border banking in Europe: what regulation and supervision?*”, Forum on financial cross-border groups, March 2009 Discussion Paper, p.9.

