



CAMERA DEI DEPUTATI
VI COMMISSIONE PERMANENTE
(Finanze)

**Comunicazione della Commissione europea
sulla vigilanza finanziaria europea
COM(2009)252**

AUDIZIONE DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB
LAMBERTO CARDIA

Roma, 16 settembre 2009

1) La crisi finanziaria e le iniziative di vigilanza

È ormai imminente – probabilmente già la prossima settimana - la presentazione da parte della Commissione Europea delle proposte di regolamento che istituiscono e disciplinano l'attività delle nuove Autorità di vigilanza europee (*European Supervisory Authorities – ESA*) e del Consiglio europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board – ESRB*). Tali proposte dovranno essere successivamente adottate da Parlamento e Consiglio secondo la procedura di co-decisione.

Le proposte, come è noto, si basano sul lavoro di analisi e di indirizzo concretizzatosi nella Comunicazione della Commissione Europea del 27 maggio 2009 oggetto di questa audizione. Sui contenuti della Comunicazione il Consiglio europeo si è espresso favorevolmente il 19 giugno e la consultazione pubblica si è chiusa lo scorso 15 luglio.

Rilevante contributo di studio e di orientamento era stato fornito in precedenza dal c.d. gruppo de Larosière che, incaricato di valutare ipotesi di riforma dell'architettura della vigilanza in Europa, ha rassegnato le proprie raccomandazioni alla Commissione – oltre che al Parlamento e al Consiglio europeo – il 25 febbraio 2009.

La proposta del gruppo ha raccolto ampio consenso.

La Commissione Europea intende oggi imprimere la massima accelerazione possibile alla riforma prefigurata dal gruppo de Larosière, affinché il nuovo sistema di vigilanza possa essere

operativo già all'inizio del 2011.

L'urgenza della riforma deriva dai problemi di stabilità e affidabilità che la crisi finanziaria ha creato nel funzionamento dei mercati internazionali.

Gli accordi di cooperazione e scambio di informazioni su basi volontarie e bilaterali, pur ispirati a standard comunitari, non hanno consentito di gestire in modo efficace i complessi problemi generati dalle difficoltà economico-finanziarie di importanti operatori con attività transnazionale.

Nei rapporti con gli Stati Uniti si è avvertita l'assenza di un interlocutore unico europeo, fatta eccezione per l'attività svolta dalla Banca Centrale Europea. Rapporti diretti – anche per lo scambio di informazioni utili alla gestione della crisi - sono stati invece instaurati con singoli Paesi europei.

2) *Gli assetti di regolamentazione e vigilanza*

La crisi finanziaria si è potuta propagare, assumendo connotati di gravità senza precedenti, grazie anche ad un approccio regolamentare fortemente influenzato dalla cultura giuridica di matrice *common law* che ha condizionato profondamente anche la produzione normativa dell'Unione europea.

La crisi finanziaria insegna che sono necessarie riforme degli assetti istituzionali e normativi che pongano al centro delle regole

l'obiettivo della protezione degli investitori, presupposto fondamentale per ricreare le condizioni di fiducia atte a consentire il superamento della crisi e il ripristino di durature condizioni di stabilità dei sistemi finanziari.

E' necessaria una forte volontà politica per condurre a termine un siffatto processo che, alla fine, potrà anche comportare una riduzione delle discrezionalità e delle competenze nazionali.

La rinuncia alla sovranità nazionale relativamente a taluni ambiti della disciplina e della vigilanza sui mercati finanziari è coerente con il dettato costituzionale là dove funzionale al perseguimento, in condizioni di parità, di un bene comune per il nostro Paese e per gli altri Stati membri della Comunità Europea.

Il bene comune è rappresentato dalla piena armonizzazione del quadro normativo e regolamentare – un “libro unico delle regole “ (*single rule book*) applicabile in tutti i Paesi della Comunità – in grado di assicurare condizioni perfettamente omogenee di protezione degli investitori e di prevenire ogni forma di arbitraggio regolamentare.

La crisi ha messo a nudo l'incompiutezza del processo di armonizzazione delineato nel *Financial Services Action Plan*¹ e i limiti dell'approccio alla produzione normativa basato sul cosiddetto

¹ Si tratta di una comunicazione della Commissione Europea dell'11 maggio 1999 al Consiglio e al Parlamento Europeo contenente il piano delle iniziative da porre in essere per realizzare il mercato interno integrato dei servizi finanziari da attuarsi entro il 2005.

sistema Lamfalussy².

Per alcuni fenomeni non esiste una disciplina armonizzata a livello europeo, sebbene recenti iniziative della Commissione Europea abbiano colmato importanti vuoti normativi relativamente alle agenzie di *rating* e agli *hedge fund*³.

Nelle aree dove è stato raggiunto un livello di armonizzazione più elevato sono rimaste frammentazioni dovute a diversità nazionali nelle modalità interpretative della disciplina, nelle prassi di vigilanza e nei regimi sanzionatori, dovute a compromessi raggiunti in esito a negoziati difficili e non equilibrati.

Obiettivo della ipotesi di riforma dovrà essere anche quello di superare un approccio condizionato – in positivo o negativo - dalle specificità di alcuni sistemi finanziari domestici.

² La procedura Lamfalussy è stata adottata allo scopo di permettere una maggiore velocità ed efficienza dell' iter legislativo europeo in materia di mercato mobiliare. Essa prevede una articolazione del processo legislativo e attuativo in quattro fasi. Al livello 1 sono adottati, con la normale procedura di codecisione del Consiglio e Parlamento Europeo, i principi generali destinati a regolare la materia oggetto dell'atto comunitario.

Al livello 2, la Commissione Europea, su parere del CESR e assistita dal Comitato Valori Mobiliari, definisce le misure di esecuzione delle predette norme di principio al livello 1 (“comitatologia”).

Il livello 3 consiste in una cooperazione rafforzata e in una convergenza tra le autorità di vigilanza riunite nel CESR per assicurare una trasposizione coerente ed equivalente delle nuove regole.

Il livello 4 del processo è costituito dall'attuazione e dal controllo dell'applicazione del diritto comunitario che competono alla Commissione Europea.

³ Si tratta del regolamento sulle agenzie di rating in attesa di pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale delle Comunità Europee e della proposta di direttiva in corso di discussione al Consiglio e al Parlamento Europeo sui gestori di fondi alternativi.

Dovrà essere trovato un bilanciamento di interessi che ripartisca in modo equo ed equilibrato sacrifici di tradizioni e prassi di regolamentazione nazionali e che possa trovare elemento unificante nei principi di tutela dei risparmiatori e di trasparenza e correttezza dei mercati.

Principi che rappresentano il presupposto del recupero della fiducia sui mercati e che, mai come in questo momento, non devono essere sacrificati ad altre finalità.

3) Le prospettive di riforma in Europa

La riforma a livello europeo si inserisce in un contesto di ampia revisione dell'architettura della vigilanza e delle regole dei mercati globali.

Tali temi sono infatti nell'agenda dei Governi dei principali paesi industrializzati e delle organizzazioni internazionali ed hanno già condotto al rafforzamento del ruolo di coordinamento del *Financial Stability Forum*, divenuto *Financial Stability Board*, che congiuntamente con il Fondo Monetario Internazionale dovrà assicurare che i nuovi standard regolamentari per la prevenzione di crisi future siano attuati in modo efficace ed omogeneo nei diversi paesi.

Il prossimo G20 di Pittsburg, che segue le determinazioni

assunte dal G8 de L'Aquila per definire uno "standard legale globale" (*global legal standard*), rappresenta una prima, forte opportunità per verificare i progressi effettuati dagli organismi internazionali che emanano standard normativi (*standard setter*) nel dare contenuto agli impegni di carattere generale.

L'attività della Commissione Europea si iscrive in questo contesto, in quanto la Commissione rappresenta l'Europa, unitamente alla presidenza pro-tempore del Consiglio, nei consessi internazionali nei quali si discute della crisi.

E' possibile che già al prossimo G20 la Commissione Europea - oltre a fornire aggiornamenti sullo stato del dibattito a livello legislativo in materia di fondi speculativi, remunerazioni e requisiti di capitale per gli intermediari - intenda illustrare gli indirizzi della riforma istituzionale in Europa⁴.

⁴ È utile ripercorrere brevemente il dibattito e le riflessioni che sono maturate negli ultimi anni, culminati nella Comunicazione oggetto della presente audizione. I temi degli assetti della vigilanza e della gestione delle crisi erano infatti all'attenzione di governi e istituzioni internazionali già da diversi anni.

Nel 2005 i Ministri delle Finanze dell'Unione Europea e i responsabili delle Banche Centrali avevano stipulato un accordo-quadro per la cooperazione in occasione di crisi finanziarie transnazionali.

Tale accordo, approvato nel marzo 2008, era stato sottoposto ad aggiornamento sia con riferimento alla definizione di linee-guida per la gestione delle crisi con impatto sistemico, sia ai fini del coinvolgimento delle autorità responsabili per la vigilanza sui mercati di valori mobiliari e sulle assicurazioni.

Il problema degli assetti della vigilanza su scala europea era stato affrontato nel 2006 dall'Interinstitutional Monitoring Group.

Il Gruppo, costituito dalla Commissione Europea, aveva formulato ad inizio 2007 alcune raccomandazioni per migliorare il funzionamento del sistema Lamfalussy.

La materia era stata trattata anche dal Consiglio ECOFIN nella riunione del 7 dicembre 2007, che allora non aveva ritenuto di procedere ad una revisione radicale del sistema della vigilanza sui mercati finanziari europei, preferendo

La proposta de Larosière

La riforma che la Commissione si accinge a porre sul tavolo di Consiglio e Parlamento Europeo si ispira, come detto, direttamente alle raccomandazioni del gruppo de Larosière, assumendo solo per limitati aspetti connotati diversi.

Come è noto, le raccomandazioni del gruppo configurano un percorso evolutivo articolato in tre fasi.

Nella prima, da realizzare nel biennio 2009-2010, si prevede la trasformazione dei Comitati di livello 3 in Autorità europee (un'Autorità per il settore bancario, una per il settore dei mercati mobiliari e una per il settore assicurativo) con il fine di dettare standard e prassi di vigilanza vincolanti, coordinandone l'applicazione.

Nella seconda fase, da attuarsi nel biennio 2011-2012, il ruolo delle 3 nuove autorità europee viene considerevolmente rafforzato, affidando loro nuovi compiti, fra cui quello di dettare modalità interpretative della disciplina comunitaria vincolanti per le autorità nazionali e di esercitare un ruolo di revisione a posteriori degli standard qualitativi della vigilanza delle autorità nazionali, anche attraverso un processo di cosiddetta “verifica tra pari” (*peer review*) fra le stesse.

Nella terza fase, che abbraccia i 3 anni successivi al completamento della seconda (2013-2015), si procede alla revisione

orientarsi al rafforzamento dei meccanismi per la convergenza e la cooperazione nell'ambito degli attuali Comitati di terzo livello (ossia CESR, CEBS e CEIOPS).

del funzionamento del sistema per valutare il passaggio ad un modello di vigilanza per finalità, con la creazione di un'Autorità responsabile per i profili di micro-stabilità e di vigilanza prudenziale, che nascerebbe dalla fusione dell'autorità europea competente per il settore bancario e di quella competente per il settore assicurativo, e di un'Autorità competente per la trasparenza, le regole di condotta e i mercati mobiliari (che quindi nascerebbe sostanzialmente dalla previgente autorità competente per i mercati mobiliari).

La proposta della Commissione Europea

La Commissione Europea propone nella Comunicazione del maggio 2009 un'accelerazione nell'attuazione delle raccomandazioni del rapporto de Larosière accorpendo le due fasi iniziali e prefigurando l'avvio delle attività delle nuove autorità europee a partire dal 2011.

L'architettura proposta dalla Commissione si fonda su due pilastri:

1. l'istituzione di un **Consiglio europeo per il rischio sistemico** (ESRC), deputato alla vigilanza macro-prudenziale e alla diffusione, ove necessario, di allarmi preventivi per la stabilità del sistema finanziario UE e di raccomandazioni specifiche, seppur non vincolanti; in tale organismo, che rappresenta una reale innovazione nel panorama europeo, sederebbero i governatori delle banche centrali, il governatore della BCE e i

presidenti delle nuove autorità europee di vigilanza finanziaria;

2. l'istituzione del **Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria** (ESFS), costituito da una rete (*network*) delle autorità di vigilanza nazionali – aggregate in tre nuove Autorità europee di settore frutto della trasformazione degli attuali Comitati di Livello 3 (CESR, CEBS e CEIOPS) - deputata alla salvaguardia della solidità delle singole imprese finanziarie e alla protezione degli investitori.

Caratteristiche istituzionali del nuovo Consiglio Europeo per il rischio sistemico

Una delle novità più importanti del progetto di riforma – peraltro alla base delle proposte del gruppo de Larosière – prevede l'introduzione di una funzione di vigilanza di macrostabilità a livello europeo, cioè una funzione che intercetti i rischi di natura generale derivanti dall'evoluzione del quadro macroeconomico che possono colpire potenzialmente tutti gli intermediari e/o i mercati.

Tale aspetto in passato era stato ritenuto di minore rilevanza rispetto a quello della micro-stabilità e della vigilanza sulla sana e prudente gestione dei singoli soggetti, mentre la crisi ha posto chiaramente in luce come l'analisi dei rischi sistemici sia fondamentale a fini di prevenzione.

Affidare una funzione di tale natura alla Banca Centrale Europea avrebbe sollevato problemi molto complessi, in parte collegati alla circostanza che non tutti i membri dell'Unione appartengono alla zona dell'EURO.

Caratteristiche istituzionali del nuovo Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria

Il Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria comprende un Comitato di coordinamento (*Steering Committee*), tre nuove Autorità di vigilanza europee dotate di personalità giuridica (rispettivamente, la *European Banking Authority*, la *European Insurance and Occupational Pension Authority* e la *European Securities Authority*) e le autorità di vigilanza nazionali.

Le tre nuove Autorità europee nascono dalla trasformazione e dal potenziamento degli attuali comitati di terzo livello (CEBS, CEIOPS e CESR⁵).

Le nuove Autorità possono intervenire in caso di manifesta violazione del diritto comunitario, emanando raccomandazioni vincolanti per le autorità nazionali e possono avere poteri di vigilanza pieni (compresi poteri di natura autorizzatoria e ispettiva) per soggetti la cui attività è strutturalmente transfrontaliera, primi tra essi le

⁵ I tre Comitati di terzo livello, come noto, intervengono nel processo normativo europeo fornendo pareri tecnici non vincolanti alla Commissione Europea in base a singole previsioni contenute nelle direttive ed emanando standard tecnici e di vigilanza non vincolanti per le Autorità membri.

agenzie di rating e le stanze di compensazione.

Inoltre, le Autorità possono emanare regole vincolanti al fine di addivenire ad un “libro unico delle regole europee”.

A questo riguardo va rilevato come il nuovo sistema non si sostituisca al sistema Lamfalussy per la regolamentazione del mercato europeo, ma ne rappresenti un’evoluzione.

La Commissione Europea si accinge infatti ad emendare tutte le direttive di settore per prevedere – come attualmente stabilito dal sistema Lamfalussy – in quali casi e su quali materie le Autorità potranno emanare regole vincolanti.

Rimane ferma la possibilità per le nuove Autorità di adottare linee-guida finalizzate al ravvicinamento delle prassi di vigilanza, che le istituzioni nazionali potranno attuare su base volontaria secondo il principio “adeguati o spiega” (*comply or explain*), che prevede che vengano fornite pubblicamente le motivazioni nel caso in cui si decida di non applicare gli standard raccomandati.

Lo *Steering Committee* ha il compito di favorire la cooperazione e la coerenza degli approcci di vigilanza adottati dalle tre Autorità europee, soprattutto rispetto ai conglomerati finanziari e alle istituzioni attive su base transfrontaliera.

La vigilanza su singoli operatori rimane affidata alle singole autorità nazionali.

Le ragioni sottostanti a detta decisione sono da ricercarsi innanzitutto nella prossimità rispetto ai soggetti vigilati e agli utenti dei servizi finanziari.

Inoltre, per quanto riguarda gli aspetti di solidità patrimoniale degli operatori, è determinante la circostanza che le decisioni di eventuali interventi di sostegno rimangono inevitabilmente a carico dei bilanci statali e quindi dei contribuenti dei singoli paesi, rispetto ai quali la legittimazione impositiva non può che essere ricondotta ai Governi nazionali.

Rimane ugualmente impregiudicata la massima discrezionalità degli Stati nel disegnare i propri sistemi sanzionatori.

Allo stato attuale non è ipotizzabile il trasferimento della sovranità delle decisioni di intervento pubblico dal livello nazionale a quello europeo. Sarebbe infatti necessario prefigurare una riforma strutturale della natura istituzionale delle nuove Autorità affidando loro competenze dirette su soggetti nazionali individuali, rivedendo contestualmente il sistema generale delle responsabilità istituzionali e politiche.

Nelle nuove Autorità vengono invece centralizzati compiti specifici volti a promuovere regole armonizzate e prassi uniformi di vigilanza e applicazione delle norme.

I rapporti tra le autorità nazionali, basati sui principi di partnership, flessibilità e sussidiarietà devono prevedere un maggior coinvolgimento delle autorità dei paesi ospitanti in materia di politiche di stabilità e di tutela dei consumatori, colmando i vuoti attualmente esistenti di fronte ai rischi diffusi in diversi paesi da operatori transfrontalieri.

Continuano ad operare e saranno centrali nella nuova

architettura i c.d. “collegi di supervisor”, costituiti dai rappresentanti delle autorità nazionali competenti a diverso titolo sulle attività di singoli operatori transfrontalieri⁶.

Tali collegi fino ad oggi hanno svolto un’attività di raccolta accentrata di informazioni e di massimo coordinamento degli interventi di vigilanza; il loro concreto operare è rimasto però condizionato al consenso e all’iniziativa successiva delle singole autorità nazionali coinvolte nella vigilanza.

Per questi motivi, la riforma sottolinea la necessità di un potenziamento dei collegi, prevedendo che le nuove Autorità europee assumano un ruolo incisivo per favorire il consenso all’interno del collegio, componendo eventuali divergenze ed orientando le decisioni.

La proposta della Commissione Europea si pone sostanzialmente in linea con le riflessioni maturate dal gruppo de Larosière, pur con qualche differenziazione tra breve esposta.

È utile distinguere due profili: quello della *governance* e della legittimazione istituzionale delle nuove autorità europee e quello della ripartizione dei compiti e delle responsabilità della vigilanza sui differenti comparti del sistema finanziario.

⁶ I collegi sono utilizzati soprattutto nel settore della vigilanza prudenziale sui gruppi bancari e assicurativi per assicurare la condivisione di informazioni e la concertazione nell’assunzione di decisioni di vigilanza. Si pensi, per l’Italia, al gruppo UNICREDIT che, essendo attivo in diversi paesi, è sottoposto alla vigilanza di un collegio di autorità di vigilanza guidato dalla Banca d’Italia che comprende le autorità di Austria, Germania, Polonia.

La governance delle nuove autorità europee

Per ciò che riguarda il primo profilo, la proposta di riforma avanzata dalla Commissione Europea presenta ancora profili di indeterminatezza, rispetto ai quali è opportuno addivenire a orientamenti chiari e definiti.

E' necessario prima di tutto definire la legittimazione politica e istituzionale delle nuove autorità rispetto alle fonti di rango primario della disciplina comunitaria.

Il principale problema che emerge dal nuovo disegno è rappresentato, infatti, dal diverso livello al quale attualmente si collocano gli obiettivi delle autorità vigilanza.

L'obiettivo di stabilità sia a livello macroeconomico sia a livello microeconomico, ampiamente sottolineato nel rapporto de Larosière e nella Comunicazione della Commissione, trova già una codifica nel Trattato (i cui articoli prefigurano, peraltro, anche la possibilità - allo stato non sostenuta - di attribuire la vigilanza prudenziale delle banche alla Banca Centrale⁷).

La missione della protezione degli investitori - tipica delle autorità di vigilanza dei mercati mobiliari e che viene assicurata attraverso la vigilanza su trasparenza e correttezza dei comportamenti - non trova, invece, analogo riconoscimento, contenendo il Trattato

⁷ Art. 105, par. 6: Il Consiglio deliberando all'unanimità su proposta della Commissione e previa consultazione della BCE, nonché previo parere conforme del Parlamento Europeo, può affidare alla BCE compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese d'assicurazione.

soltanto un generico cenno agli “interessi economici” dei consumatori (art. 153).

E’ importante che il dibattito sulla nuova architettura europea della vigilanza e della regolamentazione, anche al di fuori di situazioni di emergenza ben comprensibili, non si focalizzi esclusivamente sui profili di stabilità, facendo passare in secondo piano la rilevanza degli obiettivi di tutela degli investitori, essenziali per garantire l’efficienza e la stabilità stessa dei sistemi finanziari.

Presupposto della stabilità è la fiducia generalizzata nel funzionamento del sistema che a sua volta discende direttamente dall’efficacia delle tutele e, *in primis*, dalla vigilanza sulla correttezza dei comportamenti degli operatori e dalla trasparenza dei mercati.

E’ essenziale dunque che anche per le autorità europee preposte ai controlli di trasparenza e correttezza si profili un percorso che porti ad una adeguata legittimazione politica e istituzionale degli obiettivi di protezione degli investitori nella disciplina comunitaria di rango primario e che si arrivi ad un assetto istituzionale – di natura federale - analogo a quello disegnato per la Banca Centrale Europea.

La “costituzionalizzazione” all’interno del Trattato degli obiettivi della regolamentazione e della vigilanza dei mercati mobiliari costituisce una meta da perseguire con determinazione per qualunque sistema intenda ripristinare piena fiducia nei mercati finanziari.

Solo una modifica del Trattato potrà conferire, infatti, alle nuove Autorità, così come avvenuto per la creazione della Banca Centrale Europea, una dignità istituzionale atta a perseguire in pieno

quegli obiettivi che oggi da più parti sono auspicati.

E' dunque opportuno che vengano definiti criteri di *governance* delle nuove Autorità europee – modalità di nomina dei componenti, meccanismi di assunzione delle decisioni, modalità di finanziamento e reclutamento del personale, rapporti con gli altri organismi comunitari, etc. – analoghi a quelli previsti per la Banca Centrale Europea, tali da garantire un elevato livello di indipendenza ed autonomia alle nuove Autorità, pur con meccanismi di elevata responsabilizzazione e rendicontazione dei risultati conseguiti nei confronti dei Governi e delle istituzioni⁸.

La definizione di un sistema di relazioni formalizzate con Parlamento Europeo, Consiglio e Commissione Europea dovrebbe poter risolvere questo problema senza ledere l'indipendenza delle autorità.

Rimane, tuttavia, da definire il “peso” nel sistema della Commissione Europea, auspicando che ad essa venga assegnato un ruolo di “osservatore”, piuttosto che di “attore” di rilievo, nelle riunioni e nell'iter decisionale delle nuove Autorità.

La ripartizione delle competenze

Per ciò che riguarda il secondo tema delle competenze e delle

⁸ Per ciò che riguarda, ad esempio, i criteri di nomina dei componenti delle Autorità, se è comprensibile che vi sia un “gradimento” da parte delle istituzioni europee, possibilmente nella forma delle audizioni parlamentari, conosciute dalla normativa di diversi paesi, appare più difficile condividere che il Presidente venga scelto al di fuori della cerchia dei Presidenti delle Autorità nazionali competenti.

responsabilità delle nuove autorità europee, è da rilevare che la proposta della Commissione Europea si pone pienamente in linea con quella del gruppo de Larosière.

Le autorità avrebbero due compiti fondamentali.

Il primo è quello di definire una serie di standard in materia di regolamentazione e vigilanza per le autorità nazionali. Le autorità di vigilanza europee dovrebbero definire un “codice” unico di regole armonizzate applicabili a tutte le istituzioni finanziarie (*single rule book*), dettando orientamenti interpretativi e standard di vigilanza giuridicamente vincolanti per le autorità nazionali competenti.

Il secondo compito, invece, è di natura più operativa e di *enforcement*, avendo le nuove autorità il potere di raccomandare alle autorità nazionali le misure necessarie per far fronte a palesi violazioni della normativa comunitaria entro una determinata scadenza, e potendo applicare direttamente le misure raccomandate in situazioni di emergenza o qualora le autorità nazionali rimanessero inattive; ulteriori compiti operativi riguarderebbero la composizione di controversie tra le autorità di vigilanza del paese di origine e di quello (o quelli) di destinazione; l'autorizzazione e la vigilanza di determinati organismi di dimensioni paneuropee (tra i quali le agenzie di rating); il coordinamento delle misure in caso di crisi.

La proposta di riforma della Commissione non tocca, invece, il piano delle responsabilità e delle competenze dirette delle autorità dei singoli paesi membri nell'esercizio della vigilanza su singoli operatori. Ha ottenuto ampi consensi una netta posizione favorevole a mantenere a livello nazionale l'attività di autorizzazione e di vigilanza

continua sugli operatori, seppure sulla base di prassi di vigilanza armonizzate e vincolanti dettata dalle autorità europee e nell'ambito di una più efficace e migliore collaborazione tra autorità nel caso di operatori transfrontalieri.

Questa impostazione nella fase attuale appare condivisibile.

È da auspicare peraltro che il rafforzamento delle istituzioni europee sia efficace e non condizionato da compromessi e logiche di parte. È il momento di dimostrare una nuova attitudine degli Stati membri a dare la dovuta priorità alla salvaguardia dei superiori interessi collettivi europei, in un processo di trasferimento parziale e progressivo, ma equivalente, della sovranità in materia di regole, vigilanza e sanzioni; per realizzare ciò occorre una forte, convergente volontà politica.

La possibilità di emanare standard vincolanti in materia di modalità interpretative della disciplina comunitaria e di prassi di vigilanza presuppone il potere da parte delle nuove autorità europee di controllare l'attuazione delle regole e l'operato delle autorità nazionali.

È da vedere con favore tale possibilità, come pure è da condividere l'attribuzione alle Autorità europee di un ruolo di mediazione in caso di divergenze tra due o più autorità nazionali, anche per assicurare una maggiore protezione degli interessi delle autorità dei paesi cosiddetti "ospitanti", nei quali vengono commercializzati su base transfrontaliera servizi e prodotti finanziari di intermediari autorizzati in altri paesi dell'Unione. L'Italia, tra l'altro, è tipicamente un paese ospitante, così come il Regno Unito è

tipicamente il paese di origine dei principali operatori.

Una chiara definizione dei compiti, dei poteri, dei caratteri dei controlli e delle finalità di vigilanza spettanti alle nuove autorità rispetto a quelli delle singole autorità nazionali, unitamente all'individuazione dei reciproci rapporti (dipendenza gerarchica ovvero decentramento istituzionale ovvero reciproca autonomia) dovrebbe evitare o comunque aiutare a risolvere eventuali problemi anche nei rapporti con le magistrature nazionali.

4) Considerazioni

La proposta della Commissione Europea è incentrata sulla trasformazione dei tre comitati europei esistenti, che al momento prevedono la ripartizione dei compiti di vigilanza secondo un approccio settoriale, che distingue le autorità di controllo su attività bancaria, assicurativa e mercati mobiliari.

La scelta effettuata tiene conto della maggior fattibilità, in questa fase, di un progetto che trasformi strutture esistenti piuttosto che crearne di nuove, con competenze molto cambiate, considerato che il dibattito su quale sia il modello di vigilanza più efficiente non ha prodotto ancora risultati univoci e che le nuove autorità non avranno compiti di vigilanza diretta sugli operatori ad eccezione di quanto detto per le agenzie di rating.

Il rapporto de Larosière peraltro raccomanda che, passati tre anni dall'avvio della riforma, una revisione dell'architettura di vigilanza potrebbe muovere verso un sistema articolato in due sole autorità, secondo un approccio per finalità: la prima responsabile per le questioni prudenziali del settore bancario e assicurativo e più in generale per le questioni di stabilità; la seconda responsabile per le regole di condotta e disciplina dei mercati.

La stessa Commissione Europea riconosce peraltro che, dopo un determinato numero di anni, si potrà procedere ad una revisione del sistema.

Sembra quindi che abbia prevalso un atteggiamento pragmatico che consenta l'avvio più tempestivo della riforma, rinviando al futuro e alla verifica delle esperienze concrete, anche di singoli paesi (si pensi in particolare al Regno Unito dove è attualmente posto in discussione il modello di autorità unica), la possibilità di adottare, anche alla luce dell'attribuzione di poteri più diretti e incisivi alle nuove autorità, l'approccio per finalità di cui la Consob è tradizionalmente promotrice e i cui benefici sono stati riconosciuti nel rapporto de Larosière.

I limiti dell'approccio per settore, nell'attuale contesto di crescente integrazione tra intermediari e prodotti, sono noti. Tale approccio non consente a priori di definire la collocazione delle responsabilità di vigilanza su comparti trasversali e critici per il funzionamento dei sistemi finanziari.

L'istituzione di due sole autorità potrebbe portare ad un sistema più snello e meno burocratizzato.

Si conferma quindi la condivisione dell'obiettivo di una progressiva revisione nel tempo del modello che vada in tale direzione.

Il processo potrebbe anche facilitare l'auspicata istituzionalizzazione nel Trattato degli obiettivi di tutela degli investitori e delle trasparenza e correttezza, nonché la definizione di un nuovo modello di vigilanza europea che superi in modo diretto e fortemente legittimato quella frammentazione istituzionale che nella prima fase individuata sembra destinata a permanere.

Un sistema fondato su cinque nuovi organismi – il Consiglio europeo per i rischi sistemici, il Comitato di coordinamento (*Steering Committee*) e tre nuove Autorità europee di settore – rappresenta un assetto ancora troppo burocratico, con il rischio di non assicurare la necessaria reattività per prevenire e fronteggiare rischi di gravi crisi di stabilità e assicurare una tempestiva e adeguata tutela dei risparmiatori.

Nel disegnare il nuovo Consiglio per i rischi sistemici e i suoi rapporti con le nuove autorità europee si dovrà assicurare che le istanze di stabilità siano sempre compatibili con le finalità di protezione degli investitori e che si pongano su un piano non differenziato di tutela.

Il Consiglio non deve essere interpretato come un organismo di vertice o comunque come un interlocutore privilegiato delle istituzioni politiche, considerato, tra l'altro, che esso non si presenta dotato di poteri vincolanti in relazione ad istituzioni specifiche, potendo emanare solo raccomandazioni non vincolanti, seppur molto rilevanti

laddove rese pubbliche.

Andrà inoltre ben chiarito il ruolo del citato Comitato di coordinamento e i rapporti con le autorità di vigilanza al fine di evitare un “appesantimento” e una minore rapidità di risposta del sistema e di evitare altresì che si possano stabilire gerarchie istituzionali che di fatto determinino una sotto-ordinazione dell’autorità di vigilanza dei mercati mobiliari.

5) Conclusioni

Le proposte della Commissione Europea per la riforma del sistema della vigilanza sui mercati finanziari costituiscono un punto di partenza realistico e pragmatico, anche se certamente non perfetto. Le finalità del progetto sono per alcuni aspetti ambiziose, ma per la loro realizzazione occorre una forte determinazione politica. È necessario cogliere l’attimo e far partire adesso il motore delle riforme prima che lo slancio in tal senso si affievolisca. Sarebbe un’occasione perduta lasciare che prevalga la forza d’inerzia adagiandosi sui primi segnali di una ripresa economica ancora incerta.

Come sempre, si dovrà prestare particolare attenzione agli aspetti – solo apparentemente di natura operativa e applicativa - attraverso i quali si imprimono alla realtà connotati più o meno virtuosi; aspetti quali l’organizzazione, il funzionamento, l’indipendenza e il finanziamento delle nuove autorità, le competenze

reali delle diverse istituzioni comunitarie anche rispetto ai singoli paesi membri, la scelta delle persone chiamate all'opera e lo spirito con cui opereranno.

Su alcuni di questi aspetti, desidero formulare brevi considerazioni, frutto anche dell'esperienza maturata sul campo.

Responsabilità erariale (*fiscal liability*): rimangono forti incertezze sulle modalità di applicazione del principio di responsabilità fiscale e sull'estensione che ad esso verrà data in concreto soprattutto in occasione di nuovi sintomi di crisi. Alcuni paesi - tra essi qualcuno potrebbe comprendere il Regno Unito - potrebbero invocare tale principio per continuare ad assicurare alle istituzioni nazionali ampia discrezionalità in modo da preservare al proprio mercato forza competitiva e capacità di attrazione, anche a detrimento del livello di tutela di soggetti di altri paesi e in definitiva a scapito di una piena attuazione della riforma europea.

La mancata previsione delle nuove istituzioni nel Trattato e i rapporti con la Commissione Europea: rimane un elemento di debolezza istituzionale, che si presta ad una minor chiarezza nei rapporti con gli organi di governo dell'Europa. Una procedura di "riconoscimento formale" (*endorsement*) degli standard emanati dalle autorità da parte della Commissione Europea può di fatto condizionare la regolamentazione del mercato pure in aspetti di dettaglio.

Anche l'affidamento alla Commissione Europea del potere di

determinare le condizioni per l'esercizio di alcuni poteri di intervento in casi di urgenza⁹ potrebbe impedire che l'autorità operi con piena indipendenza.

Finanziamento: un sistema di finanziamento totalmente a carico del budget comunitario può essere fonte di condizionamento dell'attività delle autorità. È preferibile immaginare un sistema misto che preveda contributi a carico dei membri, del bilancio comunitario - ma non a valere sullo stanziamento della Commissione Europea bensì sul budget generale dell'Unione - e dei soggetti direttamente vigilati, come le agenzie di rating

Procedure di nomina: la procedura di selezione e nomina del Presidente da parte dei membri delle autorità dovrà garantire la massima indipendenza e un elevato livello di competenza ed esperienza. Si potrebbe anche prevedere l'eventuale conferma da parte di istituzioni comunitarie con funzioni di garanzia (ad esempio il Parlamento Europeo piuttosto che la Commissione o il Consiglio).

Rischio di burocratizzazione: l'architettura prevede molti soggetti istituzionali e per alcuni versi appare molto complessa: infatti richiede l'introduzione di diversi livelli di coordinamento dell'attività. Va

⁹ Si pensi a iniziative per assicurare il buon funzionamento del mercato tra le quali, ad esempio, le decisioni in materia di *short selling* che beneficerebbero largamente di un regime unico europeo.

rilevato tuttavia che in questa prima fase essa rappresenta una soluzione transitoria immediatamente operativa, derivando dalla trasformazione di soggetti già esistenti. Il rischio da prevenire è che quest'architettura possa favorire atteggiamenti volti a far prevalere nelle decisioni essenzialmente l'obiettivo finale di stabilità; atteggiamento che potrebbe essere favorito nelle fasi in cui i timori di ripercussione delle crisi sull'economia reale spostino fortemente l'attenzione sulla necessità di garantire flussi di finanziamento adeguati soprattutto dal punto di vista quantitativo.

Indipendenza: tutti gli aspetti citati devono essere strutturati in modo conforme agli standard internazionali di indipendenza che riguardano sia i rapporti con gli organi di governo, europei e nazionali, sia quelli con l'industria. Il requisito di indipendenza dal potere politico ha una doppia valenza perché riguarda non solo il ruolo diretto della Commissione Europea ma anche gli organi interni di gestione delle autorità che dovrebbero essere composti da personale – con requisiti e competenze tecniche adeguati - delle stesse autorità.

Desidero concludere sottolineando che, pur supportando con convinzione la necessità che si pervenga tempestivamente alla prefigurata riforma, ritengo che due principi di fondo non debbano in alcun caso essere disattesi:

1. **la pari dignità istituzionale dell'obiettivo di tutela di stabilità e di quello di tutela degli investitori**, costituendo

quest'ultimo il necessario presupposto della fiducia nel funzionamento dei mercati; in questa prospettiva il sistema si potrà dire compiuto quando sarà codificato nel Trattato un modello di vigilanza per finalità che attribuisca competenze di regolamentazione e vigilanza a due sole autorità, equiparate nello status istituzionale e responsabili rispettivamente per la stabilità e per la correttezza e trasparenza dei mercati;

2. **un sistema di regole uniche, certe e da tutti egualmente applicate e sanzionate.** L'unitarietà delle regole tecniche e delle prassi di vigilanza, senz'altro necessaria e già di per sé importante progresso rispetto all'attuale frammentazione, deve avere implicitamente anche la finalità di accompagnarsi ad un processo di uniformazione dei sistemi sanzionatori. Ciò è necessario per rendere realmente neutrale la scelta del luogo di svolgimento dell'attività e le conseguenze di eventuali violazioni delle regole.