



SENATO
VI COMMISSIONE PERMANENTE
(Finanze e Tesoro)

**Indagine conoscitiva sugli strumenti
di vigilanza europea dei mercati
finanziari, creditizi e assicurativi**

AUDIZIONE DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB

LAMBERTO CARDIA

Roma, 16 dicembre 2009

1) *La riforma europea: lo stato dell'arte*

È dello scorso 2 dicembre la notizia dell'accordo politico¹ raggiunto dall'ECOFIN (il Consiglio dei Ministri Economici dell'Unione Europea) sul c.d. "pacchetto *supervision*", costituito dalle proposte di regolamento che istituiscono e disciplinano l'attività delle nuove Autorità di vigilanza europee (*European Supervisory Authorities – ESA*)².

Su tali proposte si dovrà adesso pronunciare il Parlamento Europeo, in forza della procedura di co-decisione prevista dal Trattato.

L'ECOFIN ha dato mandato alla Presidenza di turno³ di avviare trattative con il Parlamento Europeo per giungere all'approvazione del "pacchetto *supervision*" in prima lettura.

Va sottolineato peraltro che la Commissione Affari Economici e Monetari (ECON) del Parlamento Europeo – presieduta dall'inglese Sharon Bowles - ha già espresso, in un proprio comunicato del novembre scorso, l'intenzione di valutare attentamente le proposte, soprattutto per gli aspetti che riguardano l'efficacia dei poteri affidati alle nuove Autorità e la funzionalità complessiva della nuova architettura di vigilanza.

Le proposte di regolamento presentate dalla Commissione e

¹ Tale tipo di accordo viene nel gergo dei negoziati comunitari indicato come accordo sul "*general approach*".

² Il 20 ottobre 2009 il Consiglio ECOFIN aveva già concordato sul testo del regolamento istitutivo del Consiglio europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board – ESRB).

³ La presidenza di turno è assicurata dalla Svezia sino al 31 dicembre c.a. mentre dal 1° gennaio al 30 giugno 2010 sarà assicurata dalla Spagna.

discusse dal Consiglio si basano sul lavoro di analisi e di indirizzo concretizzatosi nella Comunicazione della Commissione Europea del 27 maggio 2009⁴, a sua volta ispirata alle proposte formulate nel rapporto del c.d. gruppo de Larosière⁵.

La Commissione Europea e il Consiglio stanno cercando di accelerare il percorso di riforma prefigurato dal rapporto de Larosière, affinché il nuovo sistema di vigilanza possa essere operativo già all'inizio del 2011.

Se il Parlamento dovesse sostanzialmente concordare con gli orientamenti assunti nel testo di compromesso licenziato dal Consiglio, la possibilità che le nuove Autorità europee siano operanti a partire dal 2011 appare concreta.

La percezione dell'urgenza della riforma è conseguenza dei problemi di stabilità e gestione delle crisi vissuti nei mesi passati.

Su tali problemi, oltre a concordare sul “pacchetto *supervision*”, l'ECOFIN ha approvato formali conclusioni su temi specifici, raccomandando, tra l'altro, l'introduzione a livello europeo di strumenti che consentano una rapida gestione delle crisi e stabilendo una “tabella di marcia” (*roadmap*) per ulteriori iniziative da attuarsi a breve o medio termine. La Commissione Europea è stata invitata a riferire al Consiglio entro la primavera del 2010.

La crisi ha reso evidenti i limiti della vigilanza su base

⁴ 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.

⁵ Il gruppo de Larosière, incaricato di valutare ipotesi di riforma dell'architettura della vigilanza in Europa, aveva rassegnato le proprie raccomandazioni alla Commissione – oltre che al Parlamento e al Consiglio europeo – il 25 febbraio 2009.

nazionale e della cooperazione tra Autorità su base puramente volontaria.

Gli accordi esistenti tra Autorità, pur ispirati a standard comunitari, non hanno infatti consentito di gestire in modo efficace i complessi problemi generati da difficoltà economico-finanziarie di importanti operatori con attività transnazionale. Nella vicenda Lehman, ad esempio, vi sono state notevoli difficoltà persino nel ricostruire l'esposizione del mercato europeo nel suo complesso.

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

2) Gli assetti di regolamentazione e vigilanza

La crisi finanziaria si è propagata in un contesto di regole internazionali fortemente influenzato dalla cultura giuridica di matrice *common law*, molto sensibile al problema del costo della regolamentazione pubblica e ai benefici di una forte espansione del settore finanziario e, al tempo stesso, molto fiducioso nella capacità di autodisciplina di mercati e operatori.

Tale approccio ha, tra l'altro, favorito un modello di sviluppo

che ha incentivato la componente finanziaria dell'economia.

Le drammatiche conseguenze della crisi hanno indotto un ripensamento di tale filosofia, con l'obiettivo di ricondurre alla dovuta centralità la protezione degli investitori e il finanziamento del mondo produttivo.

Tale obiettivo è stato spesso mancato negli anni passati, con progressivi negativi effetti sulla fiducia dei risparmiatori. Se il pubblico degli investitori non percepisce l'esistenza di un adeguato livello di tutela risulta impossibile ricostruire la fiducia e, attraverso di essa, durature condizioni di stabilità dei sistemi finanziari.

Se ogni processo di riforma richiede una forte volontà politica, la riforma europea impone una determinazione ancora maggiore, comportando necessariamente, seppure con intensità ed estensione che possono variare considerevolmente, la riduzione della 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.

Nel sistema europeo fino ad oggi vi sono stati settori nei quali si è dimostrata mancare una disciplina veramente armonizzata. Recenti iniziative della Commissione Europea hanno colmato importanti vuoti normativi relativamente alle agenzie di *rating* e agli *hedge fund*⁶.

In altre 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, frutto di compromessi raggiunti in esito a negoziati difficili e non sempre equilibrati.

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

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.

Obiettivo molto ambizioso che, nell'attuale fase di pur timida ripresa dei mercati, sta già incontrando le prime resistenze. Per alcuni Paesi e operatori, infatti, livelli di regolamentazione e tutela più rigorosi e modelli di vigilanza maggiormente condivisi prefigurano un inevitabile ridimensionamento.

⁶ Si tratta del regolamento sulle agenzie di rating n. 1060/2009 del 16 settembre 2009 e della proposta di direttiva in corso di discussione al Consiglio e al Parlamento Europeo sui gestori di fondi alternativi.

3) *La proposta contenuta nel “pacchetto supervision”*

L’architettura proposta dalla Commissione e accolta nel “pacchetto *supervision*” si fonda su due pilastri:

1. l’istituzione di un **Consiglio europeo per il rischio sistemico (ESRB⁷)**, 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 vincolanti⁸; in tale organismo, che rappresenta una reale innovazione nel panorama europeo, siedono i governatori delle banche centrali, il governatore della BCE, i presidenti delle nuove costituende autorità europee di vigilanza finanziaria, un rappresentante della Commissione Europea nonché, senza diritto di voto, un rappresentante ad alto livello per ciascuno Stato membro dell’autorità di vigilanza nazionale⁹;
2. l’istituzione di un **Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (ESFS¹⁰)**, costituito da una rete (*network*) delle

⁷ *European Systemic Risk Board.*

⁸ E’ previsto che i destinatari di una raccomandazione spieghino come intendono porre rimedio ai rilievi dell’ERSB ma non esiste un mezzo giuridico per obbligare il destinatario ad agire, rimane l’opzione, da valutare caso per caso, della pubblicità.

⁹ Nel caso di più autorità di vigilanza nazionali, salvo sia stato concordato per un rappresentante unico, i rappresentanti designati si alterneranno a seconda degli argomenti trattati.

¹⁰ *European System of Financial Supervisors.*

autorità di vigilanza nazionali – aggregate in tre nuove Autorità europee di settore frutto della trasformazione degli attuali Comitati di terzo livello (CESR, CEBS e CEIOPS) - deputata alla salvaguardia della solidità delle singole imprese finanziarie e alla protezione degli investitori.

Caratteristiche istituzionali del nuovo Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria

Il Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (ESFS) comprende:

- un Comitato di coordinamento congiunto (*Joint Committee*);
- tre nuove Autorità di vigilanza europee (EBA, EIOPA, ESMA¹¹) dotate di personalità giuridica;
- le autorità di vigilanza nazionali (per l'Italia, la Consob).

Il Comitato di coordinamento congiunto (*Joint 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.

¹¹ EBA: *European Banking Authority*;
EIOPA: *European Insurance and Occupational Pension Authority*;
ESMA: *European Securities and Markets Authority*

Le tre nuove Autorità europee (EBA, EIOPA, ESMA) nascono dalla trasformazione e dal potenziamento degli attuali comitati di terzo livello (CEBS, CEIOPS e CESR¹²).

Le nuove Autorità possono intervenire in caso di manifesta violazione del diritto comunitario, emanando entro limiti che saranno di seguito illustrati, raccomandazioni e standard tecnici vincolanti per le autorità nazionali.

All'Autorità di vigilanza sui mercati (*European Securities Market Authority – ESMA*) verranno, inoltre, attribuiti poteri di vigilanza pieni (compresi poteri di natura autorizzatoria, ispettiva e sanzionatoria) nei confronti delle agenzie di rating¹³.

La proposta originaria della Commissione volta a prefigurare la possibilità di attribuire alle Autorità in via generale poteri di vigilanza diretta, anche sulla base di una successiva normativa di settore, non è stata accolta.

In sostanza, il nuovo sistema non si sostituisce al sistema Lamfalussy per la regolamentazione del mercato europeo, ma ne

¹² CEBS: *Committee of European Banking Supervisors*;
CEIOPS: *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*;
CESR: *Committee of European Securities Regulators*.

Sono i tre Comitati di terzo livello che, 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.

¹³ La concreta articolazione dei poteri di vigilanza diretta sarà contenuta in un atto regolamentare successivo, anch'esso sottoposto alla procedura di co-decisione.

rappresenta un'evoluzione¹⁴.

E', infatti, in discussione al Consiglio e al Parlamento Europeo una proposta di direttiva, c.d. direttiva *omnibus*, con la quale verranno puntualmente indicati sia i casi nei quali le Autorità potranno adottare norme vincolanti sia i casi nei quali potranno svolgere un ruolo di mediazione.

In altre parole, verranno emendate 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 in aggiunta alle norme di dettaglio di secondo livello che continueranno ad essere emanate secondo la c.d. procedura di comitatologia (*comitology*)¹⁵.

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

¹⁴ 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.

¹⁵ Rimangono pertanto operanti i comitati, come il Comitato Valori Mobiliari (Securities Committee) costituito dai rappresentanti dei Ministri economici dell'Unione, che partecipano alla procedura di comitatologia, concorrendo all'approvazione delle misure di secondo livello proposte dalla Commissione Europea.

principio “adeguati o spiega” (*comply or explain*). Le Autorità potranno decidere caso per caso se dare pubblicità in caso di mancata attuazione.

Il fatto che il testo di compromesso riconosca espressamente la natura “non vincolante” di queste linee-guida è un fattore di insoddisfazione, in quanto lascia margini di discrezionalità che non è chiaro se potranno essere eliminati attraverso la pratica delle c.d. “revisioni tra pari” (*peer review*) che le Autorità potranno disporre secondo la nuova normativa al fine di identificare divergenze e/o non attuazione degli *standard*.

Sono stati in tal modo anche vanificati gli sforzi compiuti dal CESR stesso nel recente passato. I membri del CESR infatti, dopo lunghe discussioni volte a rendere maggiormente vincolanti le raccomandazioni emanate, avevano raggiunto un compromesso ragionevole prevedendo in quali casi specifici un membro potesse non adottare gli standard.

La vigilanza su singoli operatori (ad eccezione delle agenzie di rating) rimane affidata alle singole autorità nazionali.

Le ragioni sottostanti a detta decisione sono da ricercare 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 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 (“responsabilità erariale”).

Allo stato attuale non è ipotizzabile il trasferimento della sovranità delle decisioni di intervento pubblico dal livello nazionale a quello europeo. Non è prefigurata 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.

Continuano ad operare e saranno centrali nella nuova architettura i c.d. “collegi di supervisori”, costituiti dai rappresentanti delle autorità nazionali competenti a diverso titolo sulle attività di singoli operatori transfrontalieri¹⁶.

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 vi partecipino come osservatori e si impegnino per favorire il buon operare all’interno del collegio.

¹⁶ 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.

A differenza della proposta originaria della Commissione, tuttavia, il testo non prevede più la possibilità che l’Autorità intervenga per assicurare la composizione di eventuali divergenze tra Autorità nazionali, orientando le decisioni del collegio medesimo.

La riforma europea: aspetti di rilievo

La natura istituzionale delle nuove Autorità europee e il Trattato

Per ciò che riguarda i profili istituzionali, la proposta di riforma continua a presentare alcune debolezze.

Prima di tutto, non si è definita pienamente la questione della legittimazione politica e istituzionale delle nuove autorità rispetto al Trattato.

Nel nuovo disegno continuano a porsi su livelli differenziati gli interessi generali considerati meritevoli di tutela.

L’obiettivo di stabilità trova 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 Centrale¹⁷).

¹⁷ Art. 127 par. 6 del Trattato di Lisbona (ex 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

La missione della protezione degli investitori - tipica delle autorità di vigilanza dei mercati mobiliari - non trova, invece, analogo riconoscimento, contenendo il Trattato soltanto un generico cenno agli “interessi economici” dei consumatori¹⁸.

E’ essenziale dunque che anche per le autorità europee preposte ai controlli di trasparenza e correttezza si individui 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 che intenda ripristinare piena fiducia nei mercati finanziari. Il processo non può quindi considerarsi concluso con l’approvazione delle proposte attualmente all’esame.

Il ruolo della Commissione Europea

La mancata copertura “costituzionale” delle funzioni affidate alle nuove Autorità implica una maggiore presenza e un ruolo incisivo della Commissione Europea, in quanto soggetto legittimato dal

imprese d’assicurazione.

¹⁸ Art. 169 del Trattato di Lisbona (ex art. 153).

Trattato all'emanazione di misure regolamentari e attuative (art. 17 del Trattato di Lisbona).

Il “pacchetto *supervision*”, infatti, prevede che le principali decisioni con carattere “vincolante” nei confronti dei membri (quali la decisione sulla non corretta applicazione del diritto comunitario o l'emanazione di standard tecnici) dovranno essere approve (*endorsement*), con forme diverse, dalla Commissione Europea.

Si tratta di un ampio potere di intervento nella gestione e regolamentazione dei mercati finanziari affidato ad un soggetto che non ha, a differenza delle Autorità, natura di agenzia indipendente.

Il ruolo affidato alla Commissione Europea appare particolarmente critico e invasivo, se si considera che le decisioni di non conformità al diritto comunitario, in casi in cui le norme si applicano direttamente, potranno essere indirizzate direttamente alle istituzioni vigilate.

I Comitati di terzo livello attualmente operanti¹⁹ hanno a più riprese richiesto che la Commissione Europea intervenga solo per profili di legittimità, esprimendosi sul complesso delle misure proposte senza poterle modificare o emendare. Ciò consentirebbe di rispettare il disposto del Trattato in materia di emanazione di norme vincolanti, senza al contempo ledere le competenze e l'autonomia delle Autorità di vigilanza, conformemente agli standard internazionali in materia.

¹⁹*Committee of European Banking Supervisors (CEBS), Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS) e Committee of European Securities Regulators (CESR).*

Sarebbe opportuno che su tale punto il Parlamento Europeo apporti positive integrazioni.

Compiti delle Autorità

Le Autorità potranno emanare linee-guida per favorire la convergenza e la coerenza delle attività regolamentari e di vigilanza nonché definire, nei casi previsti espressamente dalla normativa primaria, una serie di standard tecnici di natura applicativa.

Solo a questi ultimi è tuttavia riconosciuta natura vincolante, peraltro subordinata all'intervento favorevole della Commissione Europea.

Se si considerano tali limiti, sembra particolarmente difficile che possa realizzarsi quel “codice” unico di regole armonizzate (*single rule book*) indicato come uno degli obiettivi fondamentali della riforma.

Altro compito di rilievo è quello di raccomandare, in caso di palesi violazioni della normativa comunitaria, le misure ritenute necessarie e di assicurare, anche in questo caso con l'intervento della Commissione Europea, che le autorità nazionali, o in casi determinati i soggetti vigilati, si adeguino ad esse.

Tale funzione di natura operativa rappresenta una anomalia in un progetto che in generale non tocca il piano delle responsabilità e delle competenze dirette delle autorità dei paesi membri nell'esercizio della vigilanza su singoli operatori.

La crisi avrebbe dovuto convincere gli 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.

È forse mancata una volontà politica di particolare intensità e determinazione. Probabilmente, dati i forti vincoli istituzionali, si è privilegiato un approccio graduale che favorisse una maggiore convergenza di regole e prassi di vigilanza.

In questa linea si pone anche l'attribuzione alle nuove Autorità europee del potere di controllare l'attuazione delle regole e l'operato delle autorità nazionali attraverso le c.d. "revisioni tra pari" (*peer reviews*)²⁰, ad esito delle quali possono essere indirizzate raccomandazioni.

È da considerare, infine, con favore l'attribuzione alle Autorità europee di un ruolo di mediazione in caso di divergenze tra autorità nazionali, soprattutto se saranno incluse – cosa attualmente non prevista - eventuali divergenze relative alla commercializzazione su base transfrontaliera di servizi e prodotti finanziari di intermediari autorizzati in altri paesi dell'Unione. Questa possibilità sarebbe di forte rilevanza per l'Italia che, come noto, è tipicamente un paese ospitante (così come il Regno Unito è tipicamente il paese di origine dei principali prodotti e operatori).

²⁰ L'attività di *peer review* organizzata dall'Autorità, secondo metodologie che dovranno essere sviluppate, includerà una valutazione dell'adeguatezza delle risorse e della governante dell'Autorità sottoposta alla revisione, nonché del grado di convergenza raggiunto nell'applicazione della normativa comunitaria e degli standard emanati dalla stessa Autorità europea.

4) Considerazioni

La proposta di riforma 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 ha tenuto 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 costituenti nuove autorità non avranno compiti di vigilanza diretta sugli operatori, ad eccezione di quanto detto per le agenzie di rating.

L'attribuzione di poteri di vigilanza diretta, seppur limitatamente ad un settore di attività particolare e per sua natura transnazionale come il rating, conferisce peraltro una connotazione del tutto peculiare all'Autorità per i mercati mobiliari. Ne risulta in tal modo una configurazione istituzionale differenziata, con l'attribuzione anche di poteri ispettivi e sanzionatori. Le implicazioni di tale differenziazione potranno essere valutate concretamente quando saranno resi noti nelle prossime settimane gli emendamenti al regolamento europeo sulle agenzie di rating.

In ogni caso, la previsione di un sistema di competenze e poteri

differenziati potrebbe favorire il rafforzamento istituzionale dell’Autorità dei mercati (ESMA) nonché un’evoluzione del modello verso la c.d. vigilanza per finalità.

Il dibattito sul modello di vigilanza è ancora aperto. La stessa commissione del Parlamento Europeo competente sulla materia ha affrontato l’argomento, sollevando tra l’altro il tema di una maggiore aggregazione delle competenze²¹.

Sia la Commissione Europea che, con più vigore, il rapporto de Larosière riconoscono che, dopo un determinato numero di anni, si dovrà procedere ad una revisione del sistema.

Al momento è prevalso un atteggiamento pragmatico, rinviando al futuro e alla verifica delle esperienze concrete, anche di singoli paesi (si pensi in particolare al Regno Unito e alla Germania dove è attualmente posto in discussione il modello di autorità unica), la possibilità di adottare un approccio diverso, in particolare il modello per finalità di cui la Consob è tradizionalmente promotrice e convinta sostenitrice e i cui benefici sono stati riconosciuti nel rapporto de Larosière.

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

Il processo di revisione potrebbe anche facilitare l’auspicata

²¹ I limiti dell’approccio per settore, nell’attuale contesto di crescente integrazione tra intermediari e mercati, 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.

istituzionalizzazione nel Trattato degli obiettivi di tutela degli investitori e delle finalità di 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 congiunto (*Joint Committee*) e tre nuove Autorità europee di settore – rappresenta un assetto 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 concreto operare, e nei rapporti con le Autorità europee, il nuovo Consiglio per i rischi sistemici 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 dovrà 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.

5) *Conclusioni*

Avviandomi al termine del mio intervento, ripercorro brevemente le principali considerazioni generali sul progetto di riforma - che ho avuto modo di esporre anche alla Camera dei Deputati in una mia precedente audizione del settembre scorso - e che ritengo siano tuttora valide, riguardando aspetti che non hanno subito modifiche nel processo di elaborazione dei testi regolamentari da parte della Commissione Europea.

Il “pacchetto *supervision*” costituisce un punto di partenza realistico e pragmatico, anche se a mio parere imperfetto. Le finalità del progetto sono per alcuni aspetti ambiziose, ma gli strumenti approntati non appaiono del tutto adeguati.

È comunque necessario che il motore delle riforme venga avviato prima che lo slancio si affievolisca, lasciando prevalere forze di conservazione favorite da una ripresa che appare peraltro ancora incerta.

Desidero formulare brevi considerazioni conclusive, frutto anche dell'esperienza maturata sul campo, che si auspica possano in parte trovare considerazione durante l'esame finale del pacchetto di riforma.

La mancata previsione delle nuove istituzioni nel Trattato e i rapporti con il Consiglio e 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. La procedura di "riconoscimento formale" (*endorsement*) degli standard emanati dalle autorità da parte della Commissione Europea può di fatto condizionare la regolamentazione del mercato persino in aspetti di dettaglio.

Anche l'affidamento al Consiglio e alla Commissione Europea del potere di determinare le condizioni per l'esercizio di alcuni poteri di intervento in casi di urgenza²² potrebbe impedire che l'autorità operi con piena indipendenza.

Finanziamento: un sistema di finanziamento totalmente a carico del budget comunitario avrebbe potuto essere fonte di condizionamento dell'attività delle autorità. Il sistema misto, prefigurato dal compromesso approvato dal Consiglio, prevede contributi a carico dei membri, del bilancio comunitario e dei soggetti direttamente vigilati, come le agenzie di rating. Tuttavia la proposta continua ad affidare alla Commissione Europea il compito di individuare l'ammontare complessivo da porre a carico del budget generale dell'Unione.

Indipendenza: le nuove Autorità dovranno rispettare gli 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,

²² 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.

ma anche gli organi interni di gestione delle autorità che dovrebbero essere composti da personale – con requisiti e competenze tecniche adeguati - delle stesse autorità. A parte le dichiarazioni relative agli obblighi di indipendenza dei dirigenti apicali e dello staff rimane aperta la questione del ruolo della Commissione Europea.

Desidero concludere sottolineando che, pur supportando con convinzione la necessità che si pervenga tempestivamente alla prefigurata riforma, ritengo che due principi di fondo debbano essere sempre tenuti in considerazione:

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 chiare, certe e da tutti egualmente applicate e sanzionate**. L'unitarietà delle regole tecniche e delle prassi di vigilanza è senz'altro necessaria e già di per sé importante progresso rispetto all'attuale frammentazione. Il

sistema non potrà dirsi completo fino a quando non sarà accompagnato da 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.

È importante che l'Italia, da sempre promotrice di una reale integrazione europea, partecipi al processo di definizione dei nuovi assetti di vigilanza in condizioni di unitarietà.

Il Paese deve massimizzare gli sforzi e non lasciare che la leadership venga assunta da nazioni meno sensibili alla tutela degli interessi generali dei risparmiatori.

È anche attraverso la fiducia degli investitori che si favoriscono condizioni di crescita di mercati finanziari non auto-referenziali, ma funzionali allo sviluppo dell'economia reale.