

Oltre a permettere l'avvio di procedimenti sanzionatori, talvolta particolarmente incisivi, l'attività ispettiva ha consentito di attuare una vigilanza preventiva e di segnalare l'attenzione della Consob su specifici temi. Si collocano in questa ottica, in particolare, le verifiche ispettive finalizzate ad accertare, nell'ambito della più ampia verifica dell'adeguamento alla MiFID, le soluzioni adottate dai principali intermediari bancari per la distribuzione dei prodotti illiquidi presso la clientela al dettaglio.

Per quanto riguarda l'attività sanzionatoria, nel 2009 si è registrato un significativo incremento dell'entità delle sanzioni applicate, riconducibile essenzialmente alle condotte illecite accertate in materia di abusi di mercato (*insider trading* e manipolazione). A fronte della sostanziale stabilità del numero dei procedimenti conclusi e dei provvedimenti sanzionatori complessivamente adottati, il controvalore complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate si è più che triplicato, passando dai 6,5 milioni di euro nel 2008, ai 21,1 milioni nel 2009.

Si tratta di un volume di attività significativo non solo sotto il profilo quantitativo, ma anche per la rilevanza delle operazioni di mercato interessate in questi anni dall'azione della Consob, talune delle quali oggetto di iniziative anche in ambito penale, tuttora in corso. Nel 2009 è infatti proseguita l'intensa attività di collaborazione con la competente Autorità Giudiziaria attraverso i contributi forniti, sia sotto forma di trasmissione di dati relativi ai soggetti vigilati sia di documenti, informazioni e chiarimenti su istruttorie svolte o in corso di svolgimento.

Nella relazione viene sottolineata la possibilità di interventi migliorativi dell'impianto sanzionatorio del TUF, già segnalati nella precedente relazione 2008 che, pur preservandone la necessaria capacità di deterrenza, rendano le sanzioni più flessibili e proporzionate alla gravità degli illeciti accertati. La Commissione riferisce che la riforma dovrebbe avere l'obiettivo di ripristinare, lasciando inalterati gli attuali importi

massimi fissati dal TUF, i minimi edittali vigenti prima dell'entrata in vigore della legge sul risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262) per rendere più flessibile lo strumento sanzionatorio senza, tuttavia, inficiarne l'attuale capacità afflittiva e dissuasiva in presenza di comportamenti illeciti connotati da maggiore gravità.

Nel corso del 2009 è proseguita la collaborazione tra Consob e Banca d'Italia al fine di dare attuazione al Protocollo d'intesa stipulato dalle due Autorità in data 31 ottobre 2007 ai sensi dell'art. 5, comma 5-*bis* del TUF. In particolare, al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sugli intermediari, in data 8 settembre 2009 è stato siglato un accordo (entrato in vigore il successivo 15 settembre 2009) per disciplinare le modalità di scambio reciproco dei dati statistici acquisiti nello svolgimento delle rispettive attività di vigilanza con riferimento all'area dei servizi di investimento e del risparmio gestito.

Inoltre, con la Convenzione sottoscritta dal Presidente della Consob e dal Capo della Polizia di Stato si è voluto realizzare l'obiettivo di sviluppare procedure di collaborazione utili a prevenire e reprimere attacchi informatici, di matrice criminale o terroristica, contro i sistemi informativi, per la tutela della sicurezza del sistema finanziario, nel quale operano infrastrutture informatizzate di particolare rilievo nazionale. Sono in fase di definizione accordi in materia di contrasto ai fenomeni del riciclaggio e del finanziamento al terrorismo con l'Unità di Informazione Finanziaria (Uif), Banca d'Italia e Guardia di Finanza.

5) Linee di indirizzo per il 2010

Nella relazione vengono segnalate le principali strategie di intervento della Commissione sotto il profilo del rafforzamento dell'informativa finanziaria e la

governance degli emittenti quotati, anche attraverso la costituzione di unità specializzate - nell'ambito delle strutture preposte alla vigilanza sui mercati secondari - in grado di interagire con gli emittenti e con gli analisti finanziari e di verificare che l'informativa al mercato rifletta tutti gli elementi necessari per meglio garantire l'efficienza del processo di formazione dei prezzi. Relativamente alla prestazione dei servizi di investimento, l'obiettivo fondamentale rimane quello di avviare un'azione di verifica sistematica sul campo dell'effettivo rispetto delle norme sull'adeguatezza e sui conflitti di interesse al fine di innalzare il livello di tutela degli investitori.

A questo approccio di vigilanza, incentrato sul controllo della correttezza dei comportamenti degli intermediari, come rilevato nella relazione, è necessario però affiancare una diversa impostazione della regolamentazione e dei controlli sull'informativa sul "prodotto" nella fase di sollecitazione e offerta al pubblico al fine di offrire agli investitori elementi che consentono di apprezzare immediatamente il profilo di rischio-rendimento dei prodotti e di confrontarlo con prodotti simili presenti sul mercato. Tale obiettivo richiede un miglioramento dell'informativa agli investitori, soprattutto con riferimento ai cosiddetti prodotti *non equity*, cioè quelli diversi dalle azioni e dagli strumenti rappresentativi di capitale di rischio di emittenti quotati, e in particolare a quelli strutturati e complessi.

La soluzione di tali problematiche potrà essere realizzata quando diverranno pienamente operative le modifiche alla nuova Direttiva sui fondi comuni (cosiddetta Ucits IV) e alla direttiva Prospetto, anche se ciò richiederà verosimilmente un tempo non breve. Tuttavia la Consob ritiene comunque utile continuare a sviluppare e applicare al proprio interno modelli quantitativi per il calcolo e l'aggiornamento del profilo di rischio dei prodotti *non equity* distribuiti presso la clientela *retail*.

Tali indicatori saranno utilizzati per monitorare il grado di sofisticazione dei prodotti distribuiti presso i risparmiatori, per valutare la corretta rappresentazione della complessità dei prodotti stessi e per verificare la capacità degli intermediari “produttori” e distributori di applicare metodologie adeguate per la valutazione del livello di rischio.

La Consob, inoltre, è da tempo impegnata anche nell’attuazione di iniziative finalizzate all’innalzamento del livello medio della cultura finanziaria degli investitori *retail*, anche allo scopo di rafforzare i presupposti alla base di scelte di investimento consapevoli nonché alimentare la fiducia nei mercati finanziari.

La recente crisi ha riproposto con evidenza le criticità legate al basso livello di educazione finanziaria nel nostro Paese nonché la necessità di interventi mirati e al tempo stesso capillari, sia per il novero delle Istituzioni che dovrebbero essere coinvolte sia per la platea dei destinatari che dovrebbero essere raggiunti. Compatibilmente alla disponibilità di risorse umane e finanziarie, è pertanto nei programmi della Consob avviare iniziative di educazione finanziaria che, riflettendo i principi e le indicazioni della finanza comportamentale, siano tese a migliorare non solo la capacità di giudizio degli investitori, ma anche l’attitudine a riconoscere le principali “trappole” comportamentali che possono inficiare il processo decisionale.

Per quanto riguarda infine la gestione finanziaria dell’Autorità, la Commissione ha segnalato che le entrate contributive hanno registrato di necessità un incremento di 25,2 milioni di euro rispetto al 2009, dovuto alla riduzione del fondo a carico dello Stato (-7,5 milioni), al minor importo dell’avanzo disponibile 2009 (-4,5 milioni) e delle altre voci di entrata (essenzialmente interessi attivi; -2,0 milioni) e alla crescita della spesa preventivata per il 2010 (+11 milioni). In particolare nella relazione viene evidenziato che la previsione di una contribuzione a carico del bilancio dello Stato costituisce diretta conseguenza delle funzioni esercitate dall’Istituto e delle attività di interesse generale da

esso svolte le quali, pertanto, non possono essere finanziate unicamente a carico degli operatori del mercato. Nonostante la rilevanza di tali attività, la misura del trasferimento dall'erario ha subito negli anni una continua decurtazione, passando da circa 27,8 milioni di euro nel 2004 a circa un milione di euro nel 2010, fino a risultare di 508 mila euro per il 2011. Al riguardo la Consob sottolinea come le determinazioni assunte con l'ultima legge finanziaria e le previsioni per gli anni successivi di fatto pongono il finanziamento dell'Istituto a carico del mercato, generando effetti potenzialmente negativi sulla capacità di intervento in tutti i settori di attività e di perseguimento degli obiettivi istituzionali.

È naturalmente opportuno che la Consob mantenga una costante tensione al monitoraggio dei costi della vigilanza, perseguendo l'obiettivo di migliorare l'efficienza della gestione. Ciò assume maggiore rilievo in una difficile fase congiunturale, in cui tutte le amministrazioni pubbliche sono chiamate a intraprendere iniziative di contenimento dei costi. Nel caso delle autorità di vigilanza finanziate dagli stessi vigilati, il contenimento dei costi contribuisce anche al miglioramento dei risultati economici di operatori oggi sottoposti a rilevanti difficoltà. La produttività dei processi richiede a tutte le organizzazioni un'attività di manutenzione continua, finalizzata al migliore utilizzo delle risorse umane e strumentali. Il controllo di gestione supporta anche sul fronte dell'efficacia, permettendo una migliore programmazione degli obiettivi, attraverso il confronto tra i risultati dell'attività di regolamentazione e vigilanza e i relativi costi.

PAGINA BIANCA

A – Le questioni in corso e le linee di indirizzo

PAGINA BIANCA

Il contesto istituzionale ed economico 1

Nel 2008 si sono dispiegati gli effetti di una crisi finanziaria senza precedenti nella storia del Dopoguerra. Le quotazioni azionarie nei mercati dei principali paesi avanzati si sono pressoché dimezzate; i titoli bancari sono arrivati a perdere fino all'80 per cento del loro valore.

L'impatto della crisi sui mercati finanziari ha conosciuto il periodo di massima intensità fra la fine del 2008 e l'inizio del 2009. Gli eventi innescati dall'insolvenza della banca d'affari americana Lehman Brothers, resa nota al mercato il 15 settembre 2008, hanno scosso profondamente la fiducia degli operatori, alimentando un clima di fortissima tensione e incertezza. Le turbolenze che hanno caratterizzato la dinamica dei mercati hanno chiamato le Autorità di vigilanza a un impegno eccezionale per ristabilire la fiducia, garantire l'ordinato svolgimento degli scambi e la piena trasparenza dell'informativa societaria.

A partire dalla metà di marzo del 2009 le turbolenze dei mercati finanziari si sono in parte attenuate e la volatilità è tornata su valori analoghi a quelli registrati prima del *default* Lehman. Tuttavia, nonostante l'andamento complessivamente positivo dei mercati nel 2009, i corsi azionari rimangono largamente inferiori ai livelli *pre*-crisi. Nel 2008 il mercato italiano ha perso quasi il 50 per cento, mentre in Europa e negli Usa la flessione si è attestata rispettivamente attorno al 44 e al 34 per cento. Nel 2009 i mercati azionari in Italia, Europa e Stati Uniti hanno guadagnato il 20 per cento, mentre nel primo trimestre del 2010 vi è stata una correzione dell'1 per cento circa in Italia e in Europa e una crescita pari a quasi il 4 per cento negli Usa. Dal 2008 a marzo 2010, complessivamente il mercato italiano ha perso poco meno del 40 per cento, mentre quello europeo e quello americano hanno perso, rispettivamente, il 33 e il 18 per cento circa.

Le misure di supporto e sostegno al sistema finanziario sono state numerose e ingenti, comprendendo interventi pubblici di salvataggio e nazionalizzazione di alcuni istituti in maggiore difficoltà, estensione dei regimi di garanzia dei depositi, garanzie pubbliche sull'emissione di passività bancarie, facilitazioni nell'accesso alle operazioni di rifinanziamento con le banche centrali ed elevata offerta di liquidità. A fronte del graduale riassorbimento delle tensioni e delle turbolenze che hanno caratterizzato i periodi più acuti della crisi, istituzioni nazionali e internazionali hanno iniziato a riflettere sulla rimozione – pur con la necessaria gradualità – delle misure di protezione (cosiddetta *exit strategy*) per permettere al sistema

finanziario di ritornare a operare in condizioni fisiologiche e ordinate senza aiuti pubblici, eliminando, allo stesso tempo, gli incentivi all'adozione dei comportamenti che sono stati all'origine della crisi.

In molte giurisdizioni, inoltre, sono state attivate per la prima volta opzioni di intervento urgenti, come il divieto di vendite allo scoperto di titoli azionari, delle quali non erano pienamente conoscibili a priori costi e benefici.

Per quanto riguarda le regole e gli assetti istituzionali, è stata messa in discussione la capacità di tenuta di quasi tutti i comparti della regolamentazione del sistema finanziario, da quella sui requisiti di capitale a quella sui principi contabili, per l'attitudine a creare un sistema di incentivi distorto e deresponsabilizzante; è emersa la necessità di rivedere l'approccio tradizionalmente improntato all'autodisciplina in alcuni settori del mercato finanziario, tra i quali quello delle agenzie di rating, dei fondi speculativi e dei mercati cosiddetti *over-the-counter*, e di dettare standard più vincolanti in materia di *governance* delle imprese, soprattutto per ciò che riguarda le politiche di remunerazione dei manager e di gestione dei rischi; sono stati proposti progetti di riforma dell'assetto istituzionale della supervisione finanziaria in Europa e negli Usa.

La crisi ha dunque contribuito, da un lato, a determinare un profondo cambiamento di vedute e di approcci da parte delle Autorità di vigilanza e degli Organismi internazionali su alcune importanti questioni di *policy* e, dall'altro, ad accelerare il dibattito e l'adozione di iniziative concrete già precedentemente in discussione in altri campi.

Questi sviluppi hanno comportato una fortissima crescita degli impegni internazionali della Consob, necessari per assicurare il proprio contributo ai gruppi deputati alla definizione e allo studio di nuovi standard regolamentari e al coordinamento delle iniziative di vigilanza tese a fronteggiare gli sviluppi della crisi. Complessivamente l'Istituto ha partecipato a oltre 190 riunioni internazionali, di cui 122 in ambito Cesr e 26 in ambito Iosco.

I successivi paragrafi daranno conto di tale attività in dettaglio, partendo dall'illustrazione delle implicazioni del processo di riforma dell'assetto istituzionale della supervisione finanziaria in Europa per l'attività istituzionale (§1) e analizzando, poi, gli sviluppi che caratterizzeranno l'evoluzione della disciplina comunitaria in materia di valori mobiliari (§2) e le iniziative in corso da parte dei principali gruppi e istituzioni internazionali in materia di definizione di standard e prassi armonizzate di vigilanza relativamente alle aree di interesse istituzionale (§3 e §4).

Altrettanto impegnativa è stata l'attività di supervisione in ambito domestico, illustrata analiticamente nei successivi Capitoli II ("*L'attività di vigilanza*") e IV ("*L'attività di enforcement e i rapporti con l'Autorità giudiziaria*"), così come l'attività connessa all'emanazione della normativa secondaria, dettagliatamente illustrata nel successivo Capitolo III ("*L'attività*

regolamentare"), necessaria per completare il processo di pieno adeguamento del quadro normativo domestico alle direttive comunitarie.

In corrispondenza delle fasi più intense della crisi, la Consob ha tempestivamente posto in essere una serie di interventi di vigilanza di diversa natura in materia di integrità dei mercati, informativa societaria, correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari al fine di assicurare la massima protezione degli investitori.

La vigilanza sull'integrità del mercato è stata intensa e assidua e ha condotto, in concomitanza al riaccendersi di ulteriori forti turbolenze nell'andamento dei corsi azionari nei mesi di febbraio e nella prima metà di marzo 2009, alla proroga fino al 31 maggio dei provvedimenti restrittivi in materia di vendite allo scoperto inizialmente adottati il 22 settembre 2008. Tali provvedimenti sono stati ulteriormente prorogati, pur graduandone l'intensità, fino al 31 luglio 2009 (si veda anche il §2 del successivo Capitolo I "*L'attività di vigilanza*").

Sono state emanate, inoltre, comunicazioni volte a fornire chiarimenti interpretativi delle norme e a richiamare emittenti e intermediari al rigoroso rispetto dei propri doveri in relazione a profili potenzialmente critici collegati alla crisi finanziaria.

In particolare, il 6 febbraio 2009, congiuntamente a Banca d'Italia e Isvap, è stata emanata una comunicazione per richiamare gli emittenti al rispetto delle norme dettate dai principi contabili internazionali in materia di informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie relativamente alla continuità aziendale, ai rischi finanziari, alle verifiche per riduzione di valore delle attività e alle incertezze nell'utilizzo delle stime.

Successivamente, in data 2 marzo 2009 – dopo ampio confronto con l'industria avviato sin dal maggio del 2008, con la pubblicazione di un documento di consultazione – è stata emanata una comunicazione al fine di richiamare gli intermediari al rispetto delle norme in materia di trasparenza e correttezza in sede di collocamento di prodotti finanziari illiquidi (quali obbligazioni bancarie, derivati Otc e prodotti assicurativi a prevalente contenuto finanziario).

In coincidenza con una fase di maggiore stabilità dei mercati finanziari, la Consob, come più diffusamente illustrato nel successivo Capitolo II, è stata anche impegnata in numerose iniziative di vigilanza di particolare delicatezza, riguardanti il recepimento della MiFID da parte degli intermediari, il collocamento di prodotti finanziari particolarmente complessi, i controlli di qualità delle società di revisione, l'informativa finanziaria resa dalle società in crisi, la definizione di orientamenti di *policy* in materia di *governance* delle società quotate e il regime delle vendite allo scoperto.

Nel corso del 2009 è proseguita la collaborazione tra Consob e Banca d'Italia al fine di dare attuazione al Protocollo d'intesa stipulato dalle due Autorità in data 31 ottobre 2007 ai sensi dell'art. 5, comma 5-bis, del Tuf.

In particolare, al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sugli intermediari, è stato siglato, in data 8 settembre 2009, un accordo per disciplinare le modalità di scambio reciproco dei dati statistici acquisiti nello svolgimento delle rispettive attività di vigilanza con riferimento all'area dei servizi di investimento e del risparmio gestito. Tale accordo, entrato in vigore il 15 settembre 2009, ha rinnovato e integrato un precedente Protocollo d'intesa sottoscritto dalle due Autorità in data 9 febbraio 2001. Sempre nella prospettiva di contenere gli oneri e i costi a carico degli intermediari, Consob e Banca d'Italia hanno anche rafforzato l'attività di coordinamento ai fini dello svolgimento dei rispettivi interventi di vigilanza.

Sono in fase di definizione accordi in materia di contrasto ai fenomeni del riciclaggio e del finanziamento al terrorismo con l'Unità di Informazione Finanziaria (Uif), Banca d'Italia e Guardia di Finanza. I tempi per la conclusione di tali accordi riflettono la necessità di assicurare la piena coerenza delle disposizioni ivi previste al fine di garantire l'efficace coordinamento soprattutto degli interventi di natura ispettiva.

Un valido strumento di coordinamento si è dimostrato il Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria¹, presieduto dal Ministro dell'Economia e composto dal Governatore della Banca d'Italia e dai Presidenti di Consob e Isvap, riunitosi 5 volte nel corso del 2009.

Ciascuna Autorità, nell'ambito delle proprie competenze, apporta in esso tempestivi contributi di conoscenza e valutazione. Il confronto aperto tra le Istituzioni sulle misure per fronteggiare le crisi ha consentito di valorizzare gli interessi generali che ciascuna Autorità persegue (stabilità e trasparenza) e ai quali l'ordinamento riconosce pari dignità ai fini della tutela del risparmio.

Nel 2009 la Consob ha inoltre partecipato alle riunioni del Comitato di Sicurezza Finanziaria². Le norme vigenti assegnano al Comitato, che è presieduto dal Direttore Generale del Tesoro, specifici compiti di prevenzione, contrasto e repressione del finanziamento del terrorismo e dell'attività dei paesi che minacciano la pace e la sicurezza internazionale nonché dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio. Nel 2009 il Comitato si è riunito più volte e in 14 occasioni la Consob ha fornito il proprio parere in merito a decisioni su specifiche questioni operative.

¹ Il Comitato è stato istituito il 7 marzo 2008 dal "Protocollo di intesa per la cooperazione in materia di stabilità finanziaria" sottoscritto, in linea con le raccomandazioni europee, dal Ministro dell'Economia, dal Governatore della Banca d'Italia, dai Presidenti di Isvap e Consob.

² Il Comitato è stato istituito con Decreto Legge 12 ottobre 2001, convertito con legge 14 dicembre 2001 n. 431, subito dopo gli attentati dell'11 dicembre 2001, in ottemperanza agli obblighi internazionali assunti dall'Italia nella strategia di contrasto alle attività connesse al terrorismo internazionale. Il Comitato è presieduto dal Direttore Generale del Tesoro ed è composto da rappresentanti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, del Ministero degli Affari Esteri, del Ministero della Giustizia, del Ministero dell'Interno, della Consob, della Banca d'Italia, dell'Unità di Informazione Finanziaria, della Guardia di Finanza, dell'Arma dei Carabinieri, della Direzione Nazionale Antimafia e della Direzione Investigativa Antimafia.

Le audizioni parlamentari sono state un utile e proficuo strumento di dialogo con le Istituzioni, rappresentando, come di consueto, un'importante occasione per riferire sull'attività d'Istituto e per fornire contributi tecnici su questioni di rilievo. Nel corso del 2009 in 4 occasioni la Consob è stata ascoltata da Commissioni parlamentari di Camera e Senato nell'ambito di programmi di audizioni su materie di interesse istituzionale.

La Consob si è sempre impegnata per mantenere il quadro regolamentare e l'approccio di vigilanza il più possibile allineato con la *normativa comunitaria* e con gli *standard internazionali* (in particolare, con i principi Iosco). Positivo è stato il riconoscimento del Fondo Monetario Internazionale (Fmi) sia in esito al Fsap (*Financial Sector Assessment Program*), che è stato pubblicato nel 2005, sia nel corso dei successivi incontri tenutisi con cadenza annuale fra i rappresentanti del Fondo e le Autorità italiane (visite ex art. IV dello Statuto del Fondo). Nel corso del 2010 l'Italia sarà nuovamente sottoposta a una verifica di carattere generale ad opera del *Financial Stability Board* (Fsb) nel quadro della nuova attività condotta dallo stesso, anche in collaborazione con il Fmi, volta a verificare l'attuazione degli standard internazionali.

1 Gli assetti istituzionali della vigilanza finanziaria nell'Unione Europea

I problemi emersi in occasione della crisi finanziaria hanno messo in luce, ancora prima delle criticità derivanti da una incompiuta armonizzazione del quadro normativo, la necessità di una riforma degli assetti istituzionali della supervisione finanziaria.

Ne è scaturito un ampio e articolato dibattito, culminato con le proposte legislative della Commissione Europea del dicembre 2009³ che delineano una nuova architettura istituzionale volta a promuovere regole armonizzate e prassi uniformi di vigilanza e applicazione delle norme. Le proposte si ispirano in linea generale alle raccomandazioni del gruppo di alto livello presieduto da Jacques de Larosière pubblicate il 25 febbraio 2009, assumendo tuttavia per alcuni aspetti connotati diversi.

La riforma proposta si sviluppa su due pilastri: il primo consiste nell'istituzione di un Consiglio Europeo per il rischio sistemico (Esrb); il secondo nell'istituzione di un Sistema europeo delle Autorità di vigilanza finanziaria (Esfs). Quest'ultimo dovrebbe comprendere un Comitato di coordinamento congiunto (*Joint Committee*), tre nuove Autorità europee

³ Tali proposte si basano sulle Comunicazioni della Commissione (rispettivamente, del 4 marzo e del 29 maggio 2009) che delineavano un piano d'azione per la riforma della regolamentazione e della vigilanza finanziaria in Europa e lanciavano una consultazione delle parti coinvolte. Il Consiglio europeo si è peraltro espresso favorevolmente su tali documenti il 19 giugno 2009.

(*European Supervisory Authorities – ESAs*), dotate di personalità giuridica, e le Autorità di vigilanza nazionali⁴. Il *Joint Committee* avrà 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. Le Autorità europee, specializzate per settore, replicherebbero l'attuale ripartizione delle responsabilità fra i Comitati di livello 3 (Cebs, Ceiops e Cesr⁵), vigilando rispettivamente su banche, compagnie di assicurazione e mercati mobiliari. Le Autorità nazionali, infine, continueranno a esercitare la vigilanza sui singoli soggetti nazionali⁶, ad eccezione delle agenzie di rating, che è previsto siano assoggettate a una vigilanza centralizzata a livello europeo, secondo modalità ancora da definire.

Nel novembre 2009 era stato raggiunto l'accordo politico sulle citate proposte legislative nell'ambito del Consiglio dei Ministri Economico-Finanziari dell'Unione Europea (Ecofin) con riferimento ai poteri delle *ESAs* in materia di definizione di standard tecnici, raccomandazioni basate anche sulle cosiddette "revisioni tra pari" (*peer review*), interventi in caso di violazioni della normativa comunitaria e in situazioni di emergenza⁷; su tali proposte si dovrà pronunciare il Parlamento Europeo.

La nuova architettura delle Autorità di vigilanza non si sostituisce al modello Lamfalussy ma ne rappresenta un'evoluzione; la produzione della normativa comunitaria continuerà, infatti, a basarsi su direttive di primo e secondo livello e su regolamenti direttamente applicabili. La sostanziale riproposizione di un modello di vigilanza simile a quello attuale, basato sui Comitati di livello 3 specializzati per soggetti, è in parte giustificata dalla necessità di un approccio graduale e pragmatico al fine di accelerare il

⁴ *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, Brussels, 23.9.2009, COM(2009) 499 final; Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Banking Authority, Brussels, 23.9.2009, COM(2009) 501 final; Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Securities and Markets Authority, Brussels, 23.9.2009, COM(2009) 503 final.*

⁵ Il Cesr (*Committee of European Securities Regulators*) è il Comitato che riunisce le Autorità di vigilanza sui mercati finanziari dei paesi europei; il Cebs (*Committee of European Banking Supervisors*) riunisce le Autorità di vigilanza delle banche; il Ceiops (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*) è competente per le compagnie di assicurazione.

⁶ Tale decisione trova giustificazione anzitutto nella prossimità delle singole autorità nazionali ai soggetti vigilati e agli utenti dei servizi finanziari. Rispetto agli operatori transfrontalieri, invece, continuano a operare e saranno centrali nella nuova architettura i cosiddetti "collegi di supervisori", costituiti dai rappresentanti delle autorità nazionali competenti a diverso titolo sulle attività. Sinora il concreto operare di tali collegi è rimasto condizionato al consenso e all'iniziativa successiva delle singole autorità nazionali coinvolte; la riforma si adopera per un loro potenziamento, prevedendo che le nuove Autorità europee vi partecipino come osservatori e si impegnino per favorire il buon operare all'interno del collegio. A differenza della proposta originaria della Commissione, tuttavia, il testo non prevede più la possibilità per l'Autorità europea di intervenire per assicurare la composizione di eventuali divergenze tra Autorità nazionali.

⁷ *Council of the European Union, Financial Stability Arrangements and Crisis Management, Draft Council Conclusions, n. 16434/2009, Brussels, 20 November, 2009; Council of the European Union, Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council establishing a European Securities and Markets Authority (ESMA) - Presidency Compromise, n. 16751/1/09, Brussels, 7 December 2009.*

processo di riforma. Alla luce dei forti vincoli istituzionali esistenti, tale approccio individua una strada politicamente percorribile nel breve termine; non si può negare, infatti, che l'attuale proposta sia perfettibile con riguardo a taluni profili molto rilevanti per l'efficacia della riforma stessa.

Le proposte di regolamento attuali non attribuiscono poteri di vigilanza diretti alle nuove Autorità. Solo agli standard tecnici di natura applicativa elaborati dalle ESAs, infatti, è riconosciuta natura vincolante (peraltro subordinata all'intervento favorevole della Commissione Europea secondo la procedura di *endorsement*)⁸. Ciò rende meno agevole la convergenza delle regole e delle prassi di vigilanza in ambito europeo; parimenti difficile appare la realizzazione di un "codice" unico di regole armonizzate (*single rule book*) indicato come uno degli obiettivi fondamentali della riforma⁹.

Il modello di vigilanza europea prefigurato dalla proposta di riforma non supera, inoltre, l'attuale frammentazione istituzionale. Un sistema fondato su 5 nuovi organismi potrebbe pregiudicare la tempestività delle reazioni necessarie per prevenire e fronteggiare rischi di nuove crisi e per assicurare un'adeguata tutela dei risparmiatori.

Sul piano istituzionale, un aspetto che rischia di indebolire l'attività dei controlli di trasparenza e correttezza riguarda il fatto che gli interessi generali considerati meritevoli di tutela continuano a porsi, nel nuovo disegno di riforma, su livelli differenziati. L'obiettivo di stabilità trova una codifica nel Trattato (i cui articoli prefigurano, peraltro, anche la possibilità di attribuire la vigilanza prudenziale alla Banca Centrale), mentre la protezione degli investitori – tipica delle autorità di vigilanza dei mercati mobiliari – non trova analogo riconoscimento, contenendo il Trattato soltanto un generico cenno agli "interessi economici" dei consumatori.

Gli obiettivi di protezione degli investitori dovrebbero trovare, invece, un'adeguata codificazione nella disciplina comunitaria "primaria", allo scopo di rafforzare la legittimazione politica e istituzionale della nuova Autorità europea preposta ai controlli di trasparenza e di correttezza dei

⁸ È in discussione al Consiglio e al Parlamento Europeo una proposta di direttiva, cosiddetta 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 dettare regole vincolanti in aggiunta alle norme di dettaglio di secondo livello, che continueranno a essere emanate secondo la cosiddetta procedura di comitologia.

⁹ Secondo il testo di compromesso, l'applicazione delle linee guida elaborate dalle ESAs da parte delle istituzioni nazionali avverrà su base volontaria, secondo il principio *comply or explain*; le Autorità potranno decidere caso per caso se dare pubblicità della mancata attuazione. La natura non vincolante di queste linee guida lascia, pertanto, ampi margini di discrezionalità, i quali non necessariamente saranno eliminati attraverso la pratica della *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 del Cesr tesi a rendere maggiormente vincolanti le raccomandazioni emanate attraverso la previsione dei casi specifici nei quali un paese membro poteva non adottare gli standard.

comportamenti con riferimento ai mercati mobiliari – ossia la *European Securities and Markets Authority* (Esma).

Risponderebbe a queste esigenze la codifica nel Trattato di un modello di vigilanza per finalità che attribuisse 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 comportamenti. Sebbene il dibattito sui modelli di vigilanza sia ancora aperto e, come prima accennato, siano prevalse considerazioni pragmatiche in ordine alla maggiore fattibilità di un progetto che si limiti a trasformare strutture esistenti (piuttosto che crearne di nuove), la Commissione Europea riconosce che in futuro si dovrà adottare un approccio diverso. Il Rapporto de Larosière aveva, infatti, indicato il modello per finalità, di cui la Consob continua a essere promotrice e sostenitrice, come il punto di arrivo del percorso evolutivo degli assetti istituzionali della vigilanza.

Un ulteriore elemento di debolezza istituzionale che potrebbe pregiudicare l'efficacia della vigilanza europea concerne i rapporti tra le nuove Autorità e gli organi di governo dell'Europa (il Consiglio e la Commissione). La procedura di "riconoscimento" (*endorsement*) degli standard emanati dalle Autorità da parte della Commissione Europea può condizionare, di fatto, 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 urgenza potrebbe impedire alle Autorità di operare con piena indipendenza.

Il ruolo della Commissione Europea si rivela cruciale, infine, anche rispetto a due ulteriori profili che possono limitare l'indipendenza delle Autorità. Il primo concerne la composizione degli organi interni di gestione, che dovrebbero essere costituiti da personale – con requisiti e competenze tecniche adeguati – delle stesse Autorità nazionali. Il secondo riguarda il finanziamento, rispetto al quale la proposta di riforma, pur nell'ambito di un sistema misto¹⁰, affida alla Commissione Europea il compito di individuare l'ammontare complessivo da porre a carico del *budget* generale dell'Unione.

Al di là di tali potenziali debolezze, è comunque indubbio che, in prospettiva, la riforma rafforzerà la centralizzazione a livello europeo della produzione normativa e regolamentare e promuoverà l'unitarietà delle regole tecniche e delle prassi di vigilanza e l'uniformazione dei sistemi sanzionatori; ciò si accompagnerà, verosimilmente, a una forte compressione degli spazi di autonomia e del ruolo delle singole Autorità nazionali.

La nuova architettura istituzionale pone pertanto complesse sfide per la Consob, legate alla necessità di contenere il rischio che una produzione

¹⁰ Il sistema misto prefigurato dal compromesso approvato dal Consiglio prevede contributi a carico dei membri, del bilancio comunitario e dei soggetti direttamente vigilati (agenzie di rating).