

Marco Lamandini

**LA VIGILANZA DIRETTA
DELL'ESMA. UN MODELLO PER IL
FUTURO?**

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

La vigilanza diretta dell'Esma. Un modello per il futuro? (*)

SOMMARIO: 1. Una premessa. — 2. L'Esma come autorità di vigilanza diretta: un primo (e provvisorio) bilancio. — 3. Quale modello, dunque, per la vigilanza futura sul mercato dei capitali? — 4. Una conclusione.

1. *Una premessa.* — Discutendo di Unione bancaria e di meccanismo unico di vigilanza Sabino Cassese ⁽¹⁾ rilevava qualche anno fa che «per comprendere il disegno che si va costruendo, bisogna soffermarsi sulle figure organizzative composite». Infatti, — Egli proseguiva — «le figure composite sperimentate all'interno degli Stati presentano i seguenti caratteri: concorso di amministrazioni separate, ma contitolari di funzioni o di parti di funzioni, che vengono conferite ad un'amministrazione comune, alla quale esse contribuiscono anche organizzativamente; integrazione in forma associativa, non ordinabile in forma gerarchica, né in funzione del centro o della periferia, ma in funzione del servizio da svolgere; prevalenza del profilo funzionale su quello soggettivo, che passa in secondo piano, in quanto i soggetti fanno parte dell'organizzazione comune, non viceversa (per cui le amministrazioni composte sono adespote)». Lo stesso A. metteva in guardia dal rischio di voler ricostruire in modo statico l'architettura finanziaria europea, giacché essa non appare «un corpo legislativo stabile, e neppure una legislazione in movimento, bensì un movimento legislativo nel quale — proseguiva l'Autore — per dirla in termini proustiani gli spazi bianchi sono almeno altrettanto quanto quelli scritti».

La diagnosi sembra, come al solito, acuta e corretta. E vale non solo per l'Unione bancaria ma anche per l'Unione dei mercati dei capitali. Concentrando l'attenzione, per un attimo e solo a modo di premessa, sul sistema composto di amministrazioni che concorrono alla regolamentazione e vigilanza nell'ordinamento europeo dei mercati dei capitali due profili, tra i tanti, mi pare utile brevemente sottolineare qui come necessaria premessa del discorso circa la possibile (e secondo me auspicabile) evoluzione dell'Esma.

(*) Testo della relazione al convegno di studi organizzato congiuntamente da Consob e Carefin/Baffi, su *Il sistema di vigilanza europeo. Prospettive e problemi del ruolo dell'ESMA*, Milano, Università L. Bocconi, 30 maggio 2016. L'A. è componente del *Board of Appeal* dello *European System of Financial Supervisors*, essendo stato nominato dall'Esma, e componente dell'*Appeal Panel* del *Single Resolution Board*. Le opinioni espresse non vincolano in alcun modo le istituzioni di appartenenza.

(¹) S. CASSESE, *La nuova architettura finanziaria europea*, in *Dal testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione dei poteri*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, marzo 2014, 19.

a) Anzitutto, la scelta di demandare all’Esma, con il regolamento UE n. 1095/2010, la funzione di vigilanza regolamentare ma non l’esercizio della vigilanza diretta sugli emittenti e gli intermediari, neppure quelli che hanno azioni ammesse su più mercati regolamentati in diversi Stati membri o operano su base transfrontaliera, è sintomatica del carattere *progressivo* del processo di edificazione dell’ordinamento europeo dei mercati di capitale. Si tratta, come è noto, di una soluzione pragmatica di compromesso politico (che ha avuto il suo progenitore nella costruzione progressiva del sistema europeo delle banche centrali con competenze monetarie), in relazione alla quale tuttavia un ruolo ha svolto anche la questione della base giuridica. L’utilizzo dell’art. 95 Trattato CE (poi art. 114 t.f.u.e.) poneva infatti, all’epoca, incognite circa la sua “tenuta” già in relazione alla costituzione stessa di agenzie europee di regolamentazione delegata. Ove si fossero volute attribuire anche funzioni di supervisione diretta — ciò su cui, peraltro, non vi era all’epoca il necessario consenso politico — si sarebbe potuto trattare di un “doppio salto nel vuoto”, specialmente secondo coloro che interpretavano le risalenti decisioni della Corte di Giustizia nei casi “Meroni”⁽²⁾ e “Romano”⁽³⁾ come ostative ad ogni disegno del legislatore europeo che volesse investire di poteri decisori vincolanti, da esercitare sulla base di complesse valutazioni tecniche, autorità non previste dal Trattato. Questa stessa preoccupazione, come è noto, ha influito sulla scelta, qualche anno dopo, della diversa base giuridica dell’art. 127, comma 6 t.f.u.e. per l’istituzione del sistema unico di vigilanza in capo alla BCE, malgrado tale diversa base giuridica — pur avendo il pregio, politicamente assai apprezzabile nella contingenza, di consentire l’istituzione dell’Unione bancaria su base geografica più ristretta, confinata ai paesi dell’Eurosistema — evidenziasse altri limiti (e malgrado il successivo meccanismo unico di risoluzione sia viceversa stato fondato sull’art. 114 t.f.u.e.). L’art. 127, comma 6, t.f.u.e. non ha consentito infatti di estendere il meccanismo di vigilanza alle assicurazioni, ha costretto ad accentrare presso l’autorità monetaria competenze di vigilanza micro e macro prudenziale in potenziale conflitto con il mandato monetario, rendendo così necessario definire una più articolata, e per vero alquanto “bizantina”, architettura di *governance* della BCE, non ha consentito la devoluzione alla BCE di tutte le funzioni ma solo di “specifici compiti” e presenta comunque talune incognite in relazione alla sua compatibilità con l’art. 65, comma 1, lett. b, t.f.u.e. e con il principio di sussidiarietà (specie una volta che risultò chiaro l’intendimento di attrarre entro la competenza “esclusiva” della BCE anche le banche “non significative”). La domanda che ci si può porre oggi — e che costituisce per vero solo *una curiosità da giuristi*, giacché allora il contesto politico non avrebbe, mi pare, consentito di più e altro di quello che nei fatti fu realizzato — è in che modo il diritto fondativo dell’Esma avrebbe potuto essere o sarebbe stato diverso qualora la Corte di Giustizia avesse già espresso allora i principi che ha enunciato solo dopo, con la

(2) Corte Giustizia UE, 13 giugno 1958, in causa C-9/56.

(3) Corte Giustizia Ue, 14 maggio 1981, in causa C-98/80.

sua assai importante sentenza del 22 gennaio 2014, in causa C-270/12, *Esma/ Regno Unito* nel c.d. caso *shortselling* (4).

Infatti, se ben comprendo questa importante sentenza (il cui significato e il cui rapporto con la precedente giurisprudenza è tuttavia assai dibattuto in dottrina), la Corte ha qui ritenuto: (a) che non violi alcuna disposizione dei Trattati né si ponga in contrasto con la c.d. “dottrina Meroni” assegnare ad un’agenzia di diritto europeo non prevista dal Trattato un potere discrezionale pur assai ampio, qualora l’agenzia sia un ente dell’Unione creato da quest’ultima e il legislatore europeo abbia fissato criteri e condizioni che delimitano il campo d’azione dell’agenzia in modo da escludere che essa eserciti competenze di natura politica (5); (b) che non è in contrasto con i principi enunciati dalla sentenza Romano, tenuto conto anche delle modifiche introdotte agli artt. 263, comma 1 e 277 t.f.u.e. che consentono agli organi o organismi dell’Unione di adottare atti di portata generale, attribuire ad un’agenzia europea la competenza ad emettere provvedimenti normativi di portata generale, purché l’atto istitutivo dell’agenzia abbia cura di circoscriverli a quelli “di esecuzione” provvedendo ad un’adeguata definizione degli stessi; e soprattutto (c) che gli artt. 290 e 291 t.f.u.e. non costituiscono casi tassativi di delega di poteri rispettivamente « per integrare o modificare elementi non essenziali dell’atto legislativo » o « per l’esecuzione degli stessi » giacché gli autori del Trattato non hanno inteso stabilire un quadro normativo che consente di attribuire esclusivamente alla Commissione taluni poteri delegati, rilevando anzi come molti articoli del trattato (gli artt. 263, 267 e 277 t.f.u.e. in particolare) presuppongono il contrario; (d) che infine le “misure di armonizzazione” previste dall’art. 114 t.f.u.e. possono anche consistere in misure di tipo amministrativo, ivi comprese quelle di tipo individuale (qualora le misure generali si dimostrino insufficienti) e che i destinatari di tali misure di ravvicinamento non devono essere necessariamente solo gli Stati membri. *Come si vede, dopo la pronuncia della Corte, anche l’art. 114 t.f.u.e. è di per sé base giuridica (più) solida per l’accentramento in capo ad un’autorità europea delle funzioni di vigilanza.* Se ne ebbe del resto (anticipata) prova con il regolamento UE n. 533/2011 che attribuì all’Esma la vigilanza diretta sulle agenzie di rating e con il regolamento n. 648/2012 che, analogamente, dispose per i “*trade repositories*” (o repertori dati di negoziazione in derivati). Inoltre, la base giuridica dell’art. 114 t.f.u.e., nella misura in cui non postula affatto che l’attribuzione di competenze delegate assimilabili a quelle previste per la Commissione dagli artt. 290 e 291 t.f.u.e. sia riservata alla sola Commissione, consentirebbe anche che le misure delegate di regolamentazione e quelle di esecuzione — per le quali il regolamento UE n. 1095 prevede in capo all’Esma un mero potere preparatorio, demandandone l’adozione alla Commissione — fos-

(4) In relazione ad essa v. anche le conclusioni, parzialmente difformi, dell’Avvocato Generale Niilo Jääskinen del 12 settembre 2013.

(5) Per una applicazione del principio, *in subjecta materia*, v. l’opinione dell’Avvocato Generale Niilo Jääskinen del 20 novembre 2014, caso C-507/13, *Regno Unito e Irlanda c. Parlamento e Consiglio*, in specie paragrafo 62 ss., in relazione alle disposizioni della direttiva 2013/36/UE sul rapporto tra componente fissa e variabile della remunerazione degli esponenti bancari.

sero direttamente adottate dall'Esma stessa quale agenzia europea di regolamentazione delegata. Il che, a ben vedere, consentirebbe anche di meglio isolarle da ogni tentazione di supplenza politica (si tratta infatti di misure regolamentari che, secondo i principi di diritto europeo, non devono implicare scelte politiche), cosa che non altrettanto bene riesce, in pratica, alla Commissione che, non solo ha un ruolo di iniziativa legislativa in relazione alle norme di primo livello che esprimono le scelte di *policy* ma, nei fatti, ha una sempre più percepibile tendenza a ritagliarsi un ruolo politico.

b) In secondo luogo, i meccanismi di composizione funzionale tra amministrazioni centrali (europee) e periferiche (nazionali) — tutte parti del sistema europeo dei supervisori finanziari — e tra amministrazioni nazionali tra loro e cioè gli articolati processi di co-amministrazione dell'ordinamento europeo dei mercati finanziari costituiscono, mi pare, l'applicazione più avanzata che al momento si conosca in ambito europeo del modello organizzativo *per reti di autorità*. Per vero, la competizione tra Unione bancaria e Unione dei mercati dei capitali sul punto presenta esiti diseguali. Da un lato, infatti, è l'Unione dei mercati dei capitali che per prima è pervenuta ad un'autorità di vigilanza europea (l'Esma) investita di competenze di vigilanza diretta nel contesto EU-28; ciò tuttavia solo in relazione a soggetti di nuova regolamentazione, attratti *ex novo* nell'ambito della vigilanza (e dunque mediante la previsione di una competenza eccezionale sotto il profilo dei soggetti vigilati). Dall'altro lato, è l'Unione bancaria, con il meccanismo unico di vigilanza, prima, e con il meccanismo unico di risoluzione, poi, che ha attribuito una competenza di vigilanza (prudenziale) generale su tutte le banche (e dunque ha fissato una competenza generale sotto il profilo dei soggetti vigilati), ma lo ha fatto solo per l'euro zona (e dunque nel contesto EU-19). *Vi è dunque, allo stato, una relazione inversa tra ampiezza geografica e ampiezza soggettiva del mandato di vigilanza nel quadro dell'architettura europea*. In entrambi i casi, peraltro, sfuma significativamente la distinzione, da noi tradizionale, tra regolamentazione e supervisione (e si afferma così una concezione ambivalente della stessa, secondo il modello anglosassone) e in entrambi i casi anche le autorità europee investite di vigilanza diretta sono parti di un complesso meccanismo istituzionale che esprime sì *una progressione nell'integrazione amministrativa* ma nel rispetto di una *declinazione plurale*, tra istituzioni o agenzie europee e autorità nazionali, dell'esercizio del potere.

Non vanno infatti sottovalutate, in questo contesto contrassegnato da una chiara tendenza verso l'istituzionalizzazione di nuove *agenzie* europee (come l'Esma) o l'investitura con nuove competenze di preesistenti *istituzioni* europee (come la BCE), due concorrenti tendenze dirette al contempo a valorizzare le autorità nazionali. (a) Da un lato, esse conservano piena competenza anche in relazione ad ipotesi transfrontaliere in qualità di autorità partecipanti ai processi di co-decisione nei collegi di supervisione previsti non solo in ambito bancario transnazionale (rispetto ai quali la BCE ha tuttavia assunto un ruolo esclusivo per le banche e i gruppi bancari significativi che hanno una presenza limitata all'euro zona e un ruolo comunque centrale nei collegi per quelle che, pur localizzate nell'euro zona, operano anche in altri Stati) ma anche in quello dei mercati dei capitali, in relazione alla vigilanza delle borse transfrontaliere e delle controparti

centrali. (b) Dall'altro lato, là dove le autorità nazionali sono componenti del sistema dei supervisori finanziari (come nel caso dell'Esma) o del meccanismo unico di vigilanza o di risoluzione — che non hanno personalità giuridica propria di diritto europeo (il che ha importanti ricadute, anche giustiziali) — esse si vedono attribuito un ruolo centrale di *governance* — come e ancor più di quanto, nel settore privato, avviene nei gruppi orizzontali. Basti dire che presidente e direttore esecutivo dell'Esma *sono privi di diritto di voto*. Giustamente, pertanto, lo stesso padre “spirituale” di questa architettura di vigilanza, Jacques De Larosière, ha, per primo e pubblicamente, manifestato ⁽⁶⁾ ben motivate perplessità sul peso eccessivo assegnato, nel governo delle autorità europee, agli esponenti delle autorità nazionali raccomandando un progressivo riequilibrio del baricentro di potere tra Europa e Stati membri. E in questa prospettiva — che sembra in effetti contrassegnata da un *progressivo* seppur lento rafforzamento della *governance* di matrice genuinamente europea dell'Esma — sembrava volersi muovere il rapporto della Commissione al Parlamento Europeo dell'8 agosto 2014 sul funzionamento delle autorità di supervisione finanziaria europea ⁽⁷⁾.

2. *L'Esma come autorità di vigilanza diretta: un primo (e provvisorio) bilancio.* — Allo stato la vigilanza diretta dell'Esma è prevista, in relazione alle agenzie di *rating*, dal regolamento UE n. 1060/2009 come modificato dal regolamento UE n. 513/2011: fu quest'ultimo, in particolare, all'indomani della costituzione dell'Esma ad attribuire ad essa la competenza sulla vigilanza diretta delle agenzie di *rating* che, originariamente, era decentrata (seppur con un singolo punto di ingresso). La vigilanza diretta in relazione ai repertori dei dati di negoziazione in derivati è fissata dal regolamento UE n. 648/2012. Al 31 dicembre 2015 Esma vigila in particolare 40 agenzie di *rating* registrate ⁽⁸⁾ (mentre 4 sono le agenzie di *rating* solo certificate, che operano dall'estero in relazione ad emittenti o strumenti emessi all'estero, ma il cui rating può essere utilizzati a fini regolamentari nell'Unione). Essa, al contempo, esercita vigilanza diretta su 6 repertori di dati. È da notare, inoltre, come — in coerenza con il suo piano strategico 2016-2020 — Esma abbia nel 2015 rafforzato le strutture di vigilanza diretta, che erano originariamente separate (l'una per le agenzie di rating e l'altra per i repertori), unificandole nel nuovo e unitario Dipartimento di vigilanza. È naturalmente troppo presto per formulare bilanci circa l'esperienza di vigilanza diretta. Eppure mi pare che alcune prime — per quanto solo

⁽⁶⁾ High Level Conference on Financial Supervision in the EU, 24 maggio 2013, Bruxelles (in ec.europa.eu/finance/generalpolicy/committees). V. anche, per analoghe conclusioni, il poderoso (e assai interessante) studio predisposto da Mazars per il Parlamento Europeo, *Review of the New ESFS: Part 1 e Part 2*, IP/A/ECON/ST/2012-23, PE 507.446, 2013.

⁽⁷⁾ COM(2014) 509 final. L'indicazione della Commissione ha fatto seguito a raccomandazioni in tal senso del Parlamento europeo (Risoluzione del 22 marzo 2014) e del Fondo Monetario (IMF, *Country Report* n. 13/65, marzo 2013).

⁽⁸⁾ ESMA, *Technical Advice*, 30 settembre 2015, ESMA/2015/1472, 6, punto 5; *ESMA's supervision of credit rating agencies and trade repositories*, 2015, *Annual Report and 2016 Work Plan*, 3 febbraio 2016, ESMA/2016/234, 10, punto 6 e nota 4 (di queste ben 17 sono riconducibili alle tre principali agenzie di rating).

preliminari — considerazioni possano svolgersi e che complessivamente emerga un quadro confortante e che lascia ben sperare per l'evoluzione futura.

a) Un primo dato che mi pare di poter trarre nella comparazione (forse più empirica e aneddotica che scientificamente strutturata, ma comunque indicativa) tra esperienze nazionali di vigilanza e attività dell'Esma attiene ad una assai più spiccata propensione dell'Esma alla raccolta e al trattamento digitale dei dati e alla verifica della adeguatezza degli apparati tecnologici delle imprese vigilate⁽⁹⁾ rispetto alle autorità nazionali di vigilanza sui mercati dei capitali. In altri termini, sembra emergere, seppur ancora *in nuce*, il modello di una *TechAuthority europea*, assai impegnata nell'assicurarsi un ruolo di primo piano nella costruzione dei *data-base* e dei *digital (supervisory) tools* necessari non solo all'efficace espletamento delle sue funzioni ma anche a promuovere una migliore, ed effettiva, trasparenza di mercato. Mi pare che vi sia, in ciò, non solo una giusta intuizione circa le linee evolutive che, di pari passo al progressivo affermarsi della *FinTech*, finiranno di necessità per contrassegnare lo sviluppo non solo degli operatori di mercato ma anche delle istituzioni di governo dei mercati finanziari ma anche, e ancor prima, l'acquisita consapevolezza che una parte importante, forse addirittura la parte più importante della vigilanza, partecipa già oggi e a pieno titolo alle sfide del *big data* e non può non fondarsi che su avanzati meccanismi di raccolta, verifica e comunicazione al mercato di dati: milioni di dati e migliaia di algoritmi e metodologie private di trattamento degli stessi, che a loro volta richiedono sofisticati e costosi strumenti algoritmici e metodologie complesse di analisi. Ciò modifica, almeno in parte, la visione tradizionale di amministrazione che ci ha tramandato l'eredità storica del secolo scorso. Anche la vigilanza, al pari dell'attività di mercato, diviene infatti meno *labour-intensive* e assai più *investment-and technology-intensive*. È d'altro canto significativo che — in parallelo alla crescita esponenziale dei contenuti che il sistema genera come conseguenza della rivoluzione tecnologica — nel breve volgere di 6 anni i *rating* da analizzare siano più che decuplicati. È dunque in questa prospettiva che mi sembra vada letto il carattere prioritario assegnato alla costruzione del *Central repository of credit rating data* (sistema CEREP), all'attività di "messa a terra" del sistema di *Credit Ratings Data Reporting* (RADAR), con la correlata attività di standardizzazione delle informazioni, che attua la *European Rating Platform* voluta dal regolamento Ue n. 1060/2009. Sul fronte dei repertori di dati, da febbraio 2014 a dicembre 2015 sono stati raccolti oltre 27 miliardi di rapporti dati, con una media settimanale di 330 milioni di rapporti dati di negoziazione⁽¹⁰⁾. Vi è, in ciò, una implicita risposta alle indulgenze passatiste arroccate su di una vigilanza frammentata lungo le linee nazionali: solo un'autorità in grado di effettuare di tempo in tempo gli investimenti, assai cospicui, in tecnologia,

⁽⁹⁾ Indicative in tal senso la prima decisione sanzionatoria in tema di agenzie di rating, relativa ad un malfunzionamento del sistema informatico di S&P's (ESMA/2014/544 del 20 maggio 2014) e la prima decisione sanzionatoria in materia di repertori, relativa alla tardività nella messa a disposizione dei dati dovuta a inadeguatezze del *software* di DDRL (Gruppo DTCC) (ESMA/2016/408 del 23 marzo 2016).

⁽¹⁰⁾ ESMA, (nt. 8), 29, punto 99.

necessari per rispondere all'evoluzione di mercato, può ambire a svolgere una vigilanza quantomeno ragionevolmente credibile sui mercati dei capitali. Aggiungo che, come emerso anche nel quadro dei lavori che hanno preceduto la revisione della disciplina europea dei prospetti, la raccolta e diffusione di dati ben strutturati da parte dell'Esma non si limita al solo ambito dell'attività oggetto di vigilanza diretta, ma si estende anche ai dati degli emittenti propri della c.d. *regulated information* in base alla direttiva *Transparency* (Direttiva 2013/50/EU), che ha previsto un punto di accesso elettronico a tale informazione affidato alle cure dell'Esma. Si tratta in particolare dello *European Electronic Access Point* (EEAP) ⁽¹¹⁾ volto a consentire l'accesso all'informazione regolamentare e a promuovere una sua effettiva convergenza pan-europea.

b) Un secondo dato che pure si segnala è l'intensità e, al tempo stesso, la flessibilità ⁽¹²⁾ e l'orientamento alla sostanza invece che alla forma (come è viceversa finora accaduto in Italia, mi sembrerebbe, nell'esperienza della Consob e del codice di autodisciplina per gli emittenti quotati) della vigilanza sui profili di *governance*. Come è noto, il regolamento sulle agenzie di *rating* — in particolare dopo le modifiche introdotte con il regolamento UE n. 462/2013 — detta una serie di requisiti, tra l'altro, sugli amministratori indipendenti, sui presidi di rischio, sulla funzione di conformità. Su ciascuno di questi aspetti Esma, nel quadro di una vigilanza dichiaratamente *risk-based* e dunque orientata al rischio e che fissa le priorità di intervento in funzione del miglior controllo di esso, ha svolto verifiche molto proattive, attraverso processi strutturati di intervista (e esame della qualità e della consapevolezza del ruolo) sia degli amministratori indipendenti (sia all'inizio sia al termine del mandato) sia dei responsabili delle funzioni interne di presidio dei rischi. Debolezze sotto questi aspetti hanno svolto un ruolo non secondario nelle decisioni di diniego di registrazione di talune agenzie di *rating* (3 nel solo 2015, cui si aggiunge un ritiro volontario dell'istanza), come emerge nitidamente anche dalla decisione del *Board of Appeal* nel caso *Standard Rating* ⁽¹³⁾ e talora anche condotto a non riconoscere l'adeguatezza del candidato al ruolo ⁽¹⁴⁾. Dall'esperienza così maturata sono scaturite anche alcune delle proposte formulate alla Commissione con il *Technical Advice* del 30 settembre 2015. Vi è, in ciò, "un'invadenza" della vigilanza sulle scelte organizzative dei vigilati certamente assai più spiccata di quella cui tradizionalmente si era adusi, per vero in linea con analoghi percorsi della vigilanza prudenziale bancaria sui profili di *governance* del MUV. Ma ciò che più sembra utile sottolineare è che Esma ha avviato un processo che sembra, in questa fase, prima che punitivo — per quanto vi sia stato tuttavia un primo caso di sanzione pecuniaria, fondato anche su riconosciute debolezze di *governance* nel caso *DBRS Ratings* ⁽¹⁵⁾ — di natura educativa, diretto cioè a creare

⁽¹¹⁾ ESMA, *Final Report on the Draft RTSs on EEAP*, ESMA/2015/1460 del 25 settembre 2015.

⁽¹²⁾ ESMA, *Technical Advice*, 7, punto 9.

⁽¹³⁾ Board of Appeal, 10 gennaio 2014, in *RDS*, 2015, 403, con nota di M. GARGANTINI, *La registrazione delle agenzie di rating e il ruolo della commissione di ricorso delle Autorità europee di vigilanza finanziaria*.

⁽¹⁴⁾ ESMA, (nt. 12), in particolare, 64-67.

⁽¹⁵⁾ ESMA/2015/1048, *public notice regarding compliance, corporate governance and record-keeping breaches by DBRS Ratings Limited*.

un contesto di condivisa consapevolezza dei ruoli e delle responsabilità che in concreto è necessario siano assolte da coloro che sono chiamati alle diverse funzioni. Ciò è avvenuto anche mediante apposite comunicazioni e una tavola rotonda di confronto con gli amministratori indipendenti, che ha favorito processi di adeguamento spontaneo (Esma segnala che molte delle 38 notifiche di modifiche rispetto alle condizioni in essere al momento della registrazione dell'agenzia di *rating* si riferiscono a profili di *governance*) ⁽¹⁶⁾. Appare assai indicativa di questo approccio pragmatico e rivolto alla sostanza l'intendimento manifestato dall'Esma sia nel suo *Technical Advice* alla Commissione sia nel suo rapporto del 2015 ⁽¹⁷⁾ di «voler giocare un ruolo maggiore nella nomina degli amministratori indipendenti in futuro perché ciò sia di aiuto nell'assicurare la loro efficacia». Analogo approccio è stato seguito nel valutare le strutture di gruppo — in modo da assicurare che gli amministratori della controllata espletassero con autonomia di giudizio le proprie funzioni e scambiassero con la controllante di vertice tutte le informazioni necessarie per l'adozione di decisioni genuinamente informate ⁽¹⁸⁾ — e le funzioni interne di presidio del rischio e di conformità. È questo, a mio modo di vedere, un giusto modo di relazione tra pubblico e privato, tra mercato finanziario e istituzioni di regolamentazione e vigilanza, che sembra sostituire ad approcci di vigilanza *adversarial* e punitivi — tipici del controllo di conformità alla norma — approcci cooperativi volti a identificare congiuntamente i problemi e le soluzioni in una condivisa ricerca della mitigazione del rischio e della promozione di standard comportamentali che, come detto, non tanto nella forma quanto nella sostanza, realizzino gli obiettivi di gestione del rischio perseguiti (non è forse un caso che cominci a far capolino anche nel dibattito tecnico il contributo che l'economia comportamentale può portare ad un ripensamento della relazione tra autorità e soggetti vigilati) ⁽¹⁹⁾. Ed è forse significativo di questa attenzione alla sostanza e di un approccio deliberatamente cooperativo anche il fatto che, nell'irrogare la sua prima sanzione pecuniaria, Esma abbia ritenuto opportuno riconoscere un'attenuante nei rimedi organizzativi nel frattempo adottati da *DBRS* ⁽²⁰⁾. Non a caso Esma sottolinea ⁽²¹⁾ di voler stimolare “cambi comportamentali” da un lato tramite l'azione di vigilanza e dall'altro lato con lettere individuali, piani di azioni rimediali, linee guida, *Q&A* e la pubblicazioni di rapporti tematici redatti sulla base di quanto emerso dall'attività di studi e ricerca. Al tempo stesso, tuttavia, segnala come una delle carenze principali dell'assetto normativo risiede nel fatto che molti requisiti imposti dal regolamento UE n. 1060/2009 mancano di un corrispondente, preciso, apparato sanzionatorio ⁽²²⁾.

c) Un terzo dato che emerge attiene alla complessità (e talora problematicità) della cooperazione con le autorità nazionali sia degli Stati membri sia di paesi terzi. Quanto alla prima forma di cooperazione, ciò si è in particolare

⁽¹⁶⁾ ESMA, (nt. 8), punto 35.

⁽¹⁷⁾ ESMA, (nt. 8), punto 41.

⁽¹⁸⁾ ESMA, (nt. 8), punto 148.

⁽¹⁹⁾ V. ad esempio il convegno SNA/Luiss del 27 maggio 2016.

⁽²⁰⁾ ESMA/2015/1048 del 24 giugno 2015, in particolare a p. 10.

⁽²¹⁾ *ESMA's supervision of credit rating agencies and trade repositories*, punto 34.

⁽²²⁾ ESMA, (nt. 12), 7, punto 11 e 115, punto 460, lett. c).

manifestato nella vigilanza sui repertori di dati, dal momento che mentre Esma vigila sui repertori le autorità nazionali vigilano (e ricevono flussi informativi) sulle controparti che devono inviare i dati ai repertori. Sembra tuttavia essersi trattato soprattutto di difficoltà iniziali, che hanno percorso il 2014 e che nel 2015 paiono essersi avviate a soluzione. Certo, l'esistenza di un sistema policentrico di autorità con diversi flussi di dati, genera notevoli complessità. Per governarle, paiono efficaci tanto contatti bilaterali tra autorità nazionali quanto comitati tecnici. Ma non è detto che sia sufficiente. In questo senso l'applicazione del regolamento sugli abusi di mercato costituirà, verosimilmente, un interessante (e difficile) banco di prova (ad esempio sul piano del coordinamento sanzionatorio ad evitare problemi di *ne bis in idem*). Quanto alla cooperazione con paesi terzi, da un complessivo esame dell'attività internazionale dell'Esma mi pare emerga nitidamente che essa sia non solo l'interlocutore logico ma anche che, forse, ha finora conseguito complessivamente i migliori risultati.

3. *Quale modello, dunque, per la vigilanza futura sul mercato dei capitali?*

— Se dunque l'esperimento della vigilanza diretta dell'Esma si è finora dimostrato efficace, vi è da domandarsi se e in che forma esso possa essere ulteriormente ampliato. Nella prospettiva, del resto, di una Unione dei mercati dei capitali che aspiri a superare effettivamente le perduranti (e assai perniciose) segmentazioni nazionali dei mercati in Europa, una vigilanza unitaria — quanto meno per le operazioni transfrontaliere e le infrastrutture di mercato transfrontaliere — appare una risposta non solo ragionevole ma addirittura (probabilmente) necessaria. E ciò, sia detto con chiarezza, senza che la scelta del modello debba essere condizionata dal percorso evolutivo compiutosi nel contesto, in verità diverso, dell'Unione bancaria o dall'archetipo normativo della *Securities and Exchange Commission* negli Stati Uniti d'America.

In una non troppo risalente tassonomia degli assetti organizzativi delle reti di autorità di vigilanza, Scholten e Ottow⁽²³⁾ trovano che il gradiente di europeizzazione dei meccanismi di cooperazione è molto variabile e passa, a seconda dei contesti, dalla “taglia small” a quella “extralarge”. Forte è l'impressione che l'esercizio di ridisegno istituzionale che attende l'Esma nel futuro dovrà consistere non già nell'adottare “una taglia unica” bensì nell'adattare alle diverse esigenze concrete il modello di architettura esistente in modo che si abbia un mix di vigilanza centralizzata e decentrata che non mimi “in modo cieco” i modelli della SEC o del MUV o MUR ma assicuri, in relazione alle specifiche caratteristiche dei singoli mercati dei capitali in considerazione, l'esito organizzativo e funzionale più efficiente.

In questa prospettiva, e di necessità semplificando, a me pare che l'attribuzione all'Esma di ulteriori competenze di vigilanza dovrebbe avvenire secondo un modello architeturale a tre gradini (diretto a costituire, per la CMU, un CMSM, e cioè *Capital Markets Supervisory Mechanism*):

⁽²³⁾ SCHOLTEN-OTTOW, *Institutional Design of Enforcement in the EU: The Case of Financial Markets*, in *Utrecht Law Review*, 2014, vol. 10, n. 5, 85.

a) Andranno (o andrebbero) centralizzate presso l'Esma le competenze di vigilanza diretta (di natura non prudenziale) dei soli operatori di mercato transfrontalieri che partecipano a vario titolo dell'ordito infrastrutturale pan-europeo o comunque transfrontaliero dei mercati dei capitali europei: si dovrebbe così sommare alla vigilanza sulle agenzie di rating e sui repertori di dati, anche quella sui *Data Monitors* previsti da MiFID2, i *Benchmark Operators*, i *proxy advisors*, i *central securities depositories (ICSDs)*. Come ha recentemente rilevato Diego Valiante nel rapporto ECMEG 2016 ⁽²⁴⁾, inoltre, anche la vigilanza diretta sui revisori o indiretta sui loro organi autodisciplinari di vigilanza richiederebbe di essere accentrata presso l'Esma per favorire la più rapida convergenza contabile e una migliore e più uniforme qualità dell'informazione finanziaria. Ove la vigilanza diretta riguardasse solo questi soggetti, essa verosimilmente resterebbe essenzialmente confinata nell'ambito di finalità di mera trasparenza, anche se mi pare che, in prospettiva, proprio la crescente centralità di una vigilanza fondata sulla raccolta e la valutazione di dati possa finire con lo sfumare il confine tra fini di mera trasparenza e fini di natura prudenziale. Già oggi, del resto, la disciplina della corporate *governance* è ancipite e partecipa a pieno titolo di entrambi. A tendere, dunque, tenuto anche conto del fatto che la vigilanza prudenziale è accentrata per soggetto solo a livello di euro zona, ma resta decentrata al di fuori delle banche direttamente vigilate dalla BCE, la quale peraltro non trova nell'art. 127, comma 6, t.f.u.e. base giuridica sufficiente per poter essere estesa oltre il cerchio delle banche, si presenterà probabilmente anche in Europa il nodo se attribuire ad Esma una vigilanza per soggetti comprensiva dei profili prudenziali o viceversa articolare una vigilanza per finalità in cui alcune finalità sono presidiate a livello EU-28 dall'Esma e altre dalle autorità nazionali o — ma ciò richiederebbe una evoluzione assai marcata e allo stato assai poco probabile — da Eba e/o Eiopa. È chiaro, peraltro, che ove si seguisse il primo modello, anche le controparti centrali meriterebbero di essere ricondotte alla vigilanza diretta dell'Esma.

b) Andrà (o andrebbe) accresciuto il perimetro di operatività dei collegi di supervisor sui mercati dei capitali (attualmente confinato alle controparti centrali e alle borse e ai mercati non regolamentati transfrontalieri), in modo da attribuire ad essi anche la vigilanza diretta del *multiple listing*, dell'OPA transfrontaliera, del prospetto per la vendita transfrontaliera di titoli; ciò tuttavia andrebbe fatto, a mio modo di vedere, adottando un sistema opzionale "a due velocità" e cioè consentendo agli operatori di mercato di optare per un sistema più semplice ed europeo, e cioè per la vigilanza unitaria e diretta dell'Esma in luogo del collegio dei supervisor.

c) Andrà (o andrebbe) viceversa confermato il principio dell'*home country control* in relazione alle operazioni e agli operatori di dimensione nazionale, peraltro incrementando l'azione di convergenza che Esma già oggi svolge e in futuro sempre più dovrà svolgere per assicurare una coerenza non solo apparente ma effettiva delle pratiche di vigilanza, le cui disparità continuano

⁽²⁴⁾ VALIANTE, *Europe's Untapped Capital Markets*, Bruxelles, 2016, 6 e 218 ss.

purtroppo a generare indesiderati e assai gravi effetti di frammentazione dei mercati dei capitali ⁽²⁵⁾.

4. *Una conclusione.* — Naturalmente perché una simile riforma possa avere effetto utile sarà (o sarebbe) necessario anche intervenire sia sulla *governance* dell'Esma sia sui suoi poteri — svincolandoli per quanto possibile dalla Commissione, anche a rimarcare la natura tecnica e non politica della vigilanza sui mercati dei capitali — sia sul complessivo sistema giustiziale. Come si vede, un programma di riforma complesso e irto di difficoltà, tecniche e politiche. Non stupisce dunque, che il piano di azione della Commissione Europea per l'Unione dei mercati dei capitali (CMU) si presenti ancora piuttosto timido sul punto. È tuttavia facile profezia quella che porta a dire che sarà l'evoluzione di mercato già così rapidamente in atto a rendere presto quelle riforme non solo opportune ma anche necessarie e urgenti.

MARCO LAMANDINI

Abstract

This paper offers a first, and still preliminary, balance of ESMA experience so far as direct supervisor on credit rating agencies and trade repositories. Building on such experience, the paper discusses ways open to the reform of the European System of Financial Supervisors within (and beyond) the CMU initiative.

⁽²⁵⁾ VALIANTE, (nt. 24), 73-169.