UNIVERSITA' DEGLI STUDI
"ROMA TRE"

Facoltà di Giurisprudenza

Scuola Dottorale Interuniversitaria Internazionale
in"Diritto Europeo, Storia e Sistemi Giuridici per l'Europa"

Tesi di dottorato

La regolamentazione dei mercati finanziari e la procedura Lamfalussy

Tutor:
Chiar.ma Prof.ssa
Luisa Torchia

Dottoranda:
Dott.ssa Emanuela Rotolo

ANNO 2008

“Mentre in passato gli Stati erano i padroni dei mercati, oggi su molti problemi cruciali sono i mercati a dominare i governi”

S. Strange

Indice

Introduzione **4**

Capitolo I - I problemi della regolazione **6**

1. Le peculiarità della regolazione dei mercati finanziari 6
2. I diversi livelli di regolazione e l'armonizzazione europea 12
3. Le nuove frontiere della regolazione: dal *Financial Services Action Plan* al Comitato Lamfalussy. 16
4. Lo sviluppo della regolazione a livello globale. 21

Capitolo II - Il metodo Lamfalussy: analisi dei quattro livelli di regolazione **27**

Sezione I – Prima fase: la normativa quadro e la dialettica tra le istituzioni **27**

1. Struttura e problematiche connesse alla prima fase 27
2. Chi individua le *guidelines* della normativa quadro? 28

Sezione II – La normativa di dettaglio e la comitologia **33**

3. Struttura e problematiche connesse alla seconda fase 33
4. Il difficile equilibrio tra le Istituzioni: il ruolo della Commissione 36
   a. Il *Committee of European Securities Regulators* (CESR). 37
   b. L'*European Securities Committee* (ESC). 42
5. (Segue) Il ruolo del Parlamento 44
6. (Segue) Il ruolo del Consiglio 48
7. Il ruolo dei privati e la partecipazione alle decisioni pubbliche 50

Sezione III – La applicazione della normativa comunitaria negli ordinamenti nazionali ed il ruolo di coordinamento del CESR **54**

8. Struttura e problematiche connesse alla terza fase **54**

9.* L'azione del CESR e il valore della *soft law **60**

Sezione IV – Quarta fase: l'*enforcement* della Commissione europea **64**

10. Una vigilanza efficace? 64

11. Conclusioni: luci ed ombre dalla Procedura Lamfalussy **65**

Capitolo III - Prime applicazioni della procedura **72**

Sezione I – La *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFid) **72**

1. Struttura e finalità della Direttiva di Livello 1 72
2. La direttiva MiFID nel quadro della Procedura Lamfalussy. 74

Sezione II – La *Prospectus Directive* **78**

3. Contenuti e obiettivi della direttiva sul prospetto. 78

Sezione III – La *Market Abuse Directive* **93**

4. Contenuti e obiettivi della direttiva sugli abusi di mercato 93

Sezione IV – La *Transparency Directive* **97**

5. Obiettivi della direttiva e attuazione dei vari livelli. 97

Capitolo IV - L'incidenza della regolazione internazionale sulla Procedura Lamfalussy **99**

1. La *International Organization of Securities Commission* 99
2. Il *Financial Stability Forum* 102
3. La *International Accounting Standards Board* 105

Conclusioni **106**

Bibliografia **108**

Introduzione

Nella prima parte del lavoro, si esaminano le peculiarità della regolazione dei mercati finanziari, in relazione alla quale è necessario predisporre un *corpus* normativo flessibile e dinamico per far fronte alle mutevoli esigenze del mercato.

Dopo aver evidenziato gli ostacoli che impediscono la piena armonizzazione dei mercati e, in particolare, la divergente interpretazione dei principi dettati dalle direttive europee nei diversi ordinamenti nazionali, si analizzano alcuni interventi del legislatore comunitario finalizzati a ridurre i rischi degli investitori nelle operazioni transfrontaliere, al fine di raggiungere l'obiettivo della armonizzazione delle discipline nazionali.

Altro elemento che ostacola la integrazione dei mercati è la circostanza secondo la quale accanto alle norme elaborate a livello nazionale e comunitario si sono anche sviluppate regole a livello globale; sotto quest'ultimo profilo, in particolare, ci si pone il problema di stabilirne l'efficacia all'interno degli ordinamenti nazionali.

In tale contesto, si rende necessaria la creazione di un sistema di regole che sia in grado di garantire, nell'ottica dell'armonizzazione delle discipline nazionali, la libera circolazione dei capitali nello spazio unico europeo.

Il Comitato Lamfalussy risponde all'esigenza di creare una disciplina quadro che deve essere completata dalle singole discipline nazionali, in ragione delle diversità della regolazione, e controllata a livello europeo, in modo che siano uniformemente rispettati i principi cardine della regolazione, ma che ciascuno Stato membro possa darne la applicazione più idonea al proprio sistema normativo.

Le fasi della procedura Lamfalussy sono più analiticamente studiate nella seconda parte del lavoro, dove si affrontano alcune problematiche correlate, come la comitologia, che rappresenta il modello decisionale impiegato a livello comunitario per la elaborazione della disciplina quadro, e il problema dell'*enforcement* da parte della Commissione europea.

Nella terza parte, sono analizzate le prime applicazioni pratiche della procedura: in particolare, ci si sofferma sui contenuti rilevanti di alcune direttive europee in materia

di OPA, trasparenza informativa, abusi di mercato e sulle diverse modalità di esecuzione degli aspetti di dettaglio delle direttive stesse.

In conclusione, nel tracciare un bilancio dell'attività del Comitato, da una parte si evidenzia l'esigenza di creare un sistema di produzione delle regole che non limitino la propria sfera di operatività agli Stati membri dell'Unione, ma che tenga conto delle istanze emerse, a livello globale, dai numerosi organismi che operano nell'ambito dei mercati finanziari e che esprimono le esigenze degli operatori del mercato. Dall'altra parte, tuttavia, si evidenziano le difficoltà che potrebbero derivare da una regolazione globale dei mercati finanziari, come, ad esempio, la istituzione di un organismo investito di legittimazione che si occupi di elaborare le regole o la predisposizione di adeguati meccanismi di *enforcement* che rendano effettivi i principi elaborati a livello globale.

Capitolo I
I problemi della regolazione

1. Le peculiarità della regolazione dei mercati finanziari

La regolamentazione e la vigilanza si "adeguano" alle trasformazioni del sistema finanziario sia dal punto di vista temporale che dal punto di vista sostanziale.

Di conseguenza, le modifiche del sistema di regolazione avvengono con un certo ritardo rispetto alla evoluzione del sistema stesso.[1]

Sotto altro profilo, la regolamentazione tende ad adeguarsi alle modifiche sostanziali del sistema finanziario; pertanto, quanto maggiore è l'interrelazione tra settore regolato e attività di regolazione, tanto più quest'ultima si rivela efficiente.

Con il presente lavoro ci si propone di individuare quello che, tra i possibili sistemi di regolazione dei mercati finanziari, appare più idoneo allo stato attuale ad assecondare un mercato stabile ed integrato.

Si cercherà, in altre parole, di individuare i possibili criteri che siano in grado di garantire una buona qualità[2] della regolazione in un contesto internazionale, non essendo più sufficiente limitarsi ad esaminare l'attività delle istituzioni nazionali.

La regolazione dei mercati risente infatti inevitabilmente del processo di globalizzazione in atto, che ha trasformato le imprese nazionali in attori del contesto internazionale ed ha privato le istituzioni pubbliche del loro originario ruolo di *law-makers*.

Si assiste al graduale passaggio da forme di intervento strutturale nel mercato a carattere impositivo e repressivo (cd. "Stato gestore"), a forme di intervento meno pervasive e più liberiste (cd. Stato regolatore). [3]

Le regole vengono elaborate sulla base di una *multilevel governance*, costituita dall'incontro delle determinazioni delle autorità pubbliche e dei soggetti privati ed ispirate ad una forte logica di risultato.

---

[1] *Supervisors rarely lead – normally they follow*: così T. PADOA-SCHIOPPA, in *Regulating Finance. Balancing Freedom and Risk*, Oxford, OUP, 2004, p. 69.

[2] R. FERRARA, *Qualità della regolazione e problemi della* multilevel governance, in Foro Amministrativo: TAR, 2005, p. 2251 e ss.

[3] A.M. CAROZZI, *Il metodo Lamfalussy: regole e vigilanza del mercato finanziario europeo*, Bancaria ed., 2007.

La buona regolazione diviene, dunque, sinonimo di effettività, ossia di elevato grado di applicazione spontanea delle regole; e quanto più tali regole sono effettive, tanto più il mercato regolato è stabile.

Una buona regolazione, in altre parole, accresce il livello di competitività del sistema economico.[4]

La tematica affrontata pone, anzitutto, un problema di delimitazione dell'ambito di analisi: in letteratura, infatti, non è ancora stata elaborata una definizione unitaria di regolazione, se non a rischio di eccessiva generalizzazione[5]. È, dunque, opportuno adottare un metodo di analisi "verticale", vale a dire limitato ai singoli settori della regolazione, essendo ciascuno di essi fortemente caratterizzato in ragione degli interessi da tutelare; in particolare, ci si soffermerà sul settore dei mercati finanziari.

A differenza di quanto avvenuto nella prima metà del Novecento, caratterizzata dallo sviluppo della *social regulation*, allo stato attuale la regolazione è finalizzata a tutelare i mercati ancor prima degli operatori economici[6] e consiste nella posizione di regole attinenti il funzionamento dei mercati stessi e nel controllo sulla loro applicazione.

Tra i caratteri della regolazione emerge quello della residualità, essendo la medesima finalizzata a correggere i fallimenti del mercato attraverso la individuazione di criteri di comportamento ai quali i destinatari si conformano nei loro reciproci rapporti.

Altri elementi che qualificano la regolazione dei mercati sono la presenza di amministrazioni indipendenti, che operino nel rispetto dei principi del giusto procedimento, della partecipazione e della trasparenza; la tutela di posizioni soggettive private e la neutralità del controllo degli interessi in gioco[7].

---

[4] Una maggiore attenzione al rapporto tra miglioramento della qualità della regolazione e aumento del tasso di competitività del sistema economico europeo è stata recentemente messa in evidenza da uno studio del Fondo Monetario Internazionale che "ha rilevato come i miglioramenti della qualità della regolamentazione europea possano condurre fino ad un aumento del 7% del PIL e ad un aumento del 3% della produttività, nel lungo periodo. Sul punto, BASILICA, *La qualità della regolamentazione tra ordinamento internazionale e ordinamento nazionale*, in *Rassegna Avvocatura dello Stato*, 2004, p. 786 e ss. Anche la Commissione, del resto, aveva approvato la Comunicazione "*Better Regulation for Growth and Jobs in the European Union*" del 16 marzo 2005, COM (2005)07.

[5] S. CASSESE, *Regolazione e Concorrenza*, in G. TESAURO e M. D'ALBERTI, *Regolazione e Concorrenza*, il Mulino, 2000, definisce la regolazione come "ogni specie di ingerenza pubblica nell'economia, come la pianificazione, le sovvenzioni, la concertazione, la disciplina sanitaria e del lavoro ecc."

[6] M. D'ALBERTI, *Riforma della regolazione e sviluppo dei mercati in Italia*, in G. TESAURO e M. D'ALBERTI, *Regolazione e concorrenza*, cit., p. 171 e ss.

[7] N. RANGONE, *Regolazione*, voce in *Dizionario di Diritto pubblico*, diretto da S. Cassese, Giuffrè, 2006, Vol. V, p.5057 e ss.

Anche nell'ambito dei mercati finanziari in particolare, la regolazione opera sia attraverso la elaborazione di norme di comportamento degli operatori, che determinano le modalità attraverso le quali debbano avvenire gli scambi e tutelano gli operatori stessi dagli eventuali rischi degli stessi, sia attraverso la predisposizione di apposite autorità di vigilanza che sovrintendano alla corretta applicazione delle regole.

La funzione di vigilanza si sostanzia nella predisposizione di forme di controllo – sia *ex ante* che *ex post* – attraverso le quali sia verificato il perseguimento degli obiettivi e l'osservanza delle norme predefinite da parte degli operatori del mercato.

Tale attività, ordinariamente svolta dalle Autorità pubbliche indipendenti, può essere talvolta esternalizzata con soggetti terzi, come le società di revisione o le società di *rating*[8], e finanche con gli stessi soggetti controllati, attraverso, ad esempio, lo sviluppo di un sistema di controlli interni.

Gli obiettivi che la dottrina riconduce alla regolamentazione sono prevalentemente tre: la stabilità, l'efficienza del sistema e la trasparenza e correttezza dell'azione degli intermediari e degli operatori del mercato.

Con riguardo al primo obiettivo, occorre anzitutto distinguere tra la stabilità macroeconomica, che si riferisce all'intero sistema economico ed attiene alle problematiche relative alla stabilità monetaria ed all'andamento generale dei mercati finanziari, dalla stabilità microeconomica, che attiene più specificamente ai problemi di stabilità e di solvibilità della singola istituzione finanziaria.

Tale obiettivo viene garantito dal controllo, da parte della Banca Centrale, della moneta, del credito e dei tassi di interesse, nonché la repressione di comportamenti criminosi che possono essere posti in essere nell'ambito della attività degli intermediari finanziari.

L'efficienza del sistema viene, invece, garantita attraverso la implementazione delle norme relative alla tutela della concorrenza, mentre le regole di trasparenza e correttezza dovrebbero assicurare una maggiore tutela dei risparmiatori nei confronti degli emittenti di strumenti finanziari.

---

[8] Sulle agenzie di *rating*, D. KERWER, *Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies*, in *Governance*, July 2005, vol. 18, no. 3, p. 453 ss.; F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ.* n. 2, 2006.

In conclusione, la regolamentazione del sistema finanziario ha lo scopo di garantire il valido, efficiente e stabile funzionamento di quest'ultimo, attraverso la correzione delle sue principali forme di imperfezione[9].

Le problematiche che più specificamente attengono alla regolazione del settore finanziario riguardano un duplice profilo: in primo luogo occorre individuare, se esistente, il modello di regolamentazione ottimale che assicuri il raggiungimento degli obiettivi prima delineati; in secondo luogo, è necessario individuare un sistema al quale fare riferimento nell'ambito delle varie fonti della regolazione che si pongono, allo stato attuale, a livello nazionale, europeo e globale.

Tali problematiche sono emerse con maggiore criticità negli ultimi anni dello scorso secolo, quando si sono manifestate profonde trasformazioni che ne hanno accresciuto la complessità del sistema finanziario.

Sotto un primo profilo, si è infatti verificato un processo di integrazione tra settori diversi all'interno dello stesso sistema; d'altra parte, il fenomeno della globalizzazione economica ha reso sempre più necessaria la creazione di istituti giuridici che potessero far fronte alle esigenze degli operatori del mercato, come, ad esempio, la istituzione di un regolatore sopranazionale.

Tralasciando quest'ultimo aspetto, che verrà più diffusamente trattato in seguito, occorre ora soffermarsi brevemente sulla prima problematica enunciata e risolvere una duplice questione: se sia opportuno predisporre o meno un sistema pubblico di regolazione dei mercati finanziari e, in caso positivo, quale sia il modello ottimale da applicare al sistema finanziario allo stato attuale.

In relazione alla prima questione, si sono consolidati due orientamenti dottrinali.

Ad avviso di una corrente minoritaria[10], sarebbero sufficienti le sole forze di mercato per il funzionamento dell'intero sistema finanziario, attraverso l'azione degli stessi operatori che intervengano a correggere i cd. *market failures*.

---

[9] F. PICHLER, *Profili teorici e di regolamentazione dei sistemi finanziari*, Giuffrè, 2005, p. 176 e ss. L'A. si riferisce alle principali imperfezioni dei sistemi finanziari e, precisamente: la presenza di esternalità negative; l'esistenza di asimmetrie informative associate ai fineomeni del *moral hazard* e della *adverse selection*; la presenza di monopoli naturali; la distruzione del bene pubblico moneta e la presenza di costi di transazione.

[10] G.J. BENSTON, G. KAUFMAN, *The appropriate Role of Banking Regulation*, in Economic Journal, n. 106, 1996, p. 688 e ss.; G.J. BENSTON, *Regulating Financial Markets: A Critique and Some Proposals*, Hobart Paper n. 135, Institute of Economic Affairs, London, 1998; G.J. BENSTON, *Consumer Protection*

Secondo tale orientamento, sarebbe infatti opportuna una regolazione dinamica, che possa agevolmente adattarsi ai repentini mutamenti del mercato e provenga dalle associazioni alle quali gli stessi intermediari aderiscono[11] (cd. *industry standards*). Una diversa ricostruzione, invece, propone di lasciare ampio spazio alla autoregolamentazione da parte degli stessi intermediari: la stessa impresa dovrebbe predisporre delle regole di correttezza ed efficienza tali da garantirle la sopravvivenza nel sistema (cd. *process-oriented regulation*). Sia nel caso degli *industry standards* che della *process-oriented regulation*, all'autorità di vigilanza spetterebbe una funzione di monitoraggio e di controllo degli *standards* piuttosto che di imposizione di regole.

Ad avviso della maggior parte degli autori, viceversa, sarebbe necessaria una regolazione "esterna" del mercato, in considerazione della necessità di tutelare il risparmio, inteso come valore sociale e, in particolare nel nostro ordinamento, anche come valore costituzionale[12], dai fallimenti del mercato che quest'ultimo non è in grado di correggere in via autonoma. La regolazione pubblica, infatti, incide sulla azione degli intermediari attraverso la imposizione di regole specifiche che assicurano la stabilità del sistema finanziario, eliminando le asimmetrie informative che inevitabilmente si producono tra l'investitore e l'intermediario stesso e che pregiudicano la trasparenza e la correttezza degli scambi.

Tale orientamento è confermato, di fatto, dalla presenza di forme di regolamentazione esterna – più o meno intensa – nella maggior parte dei Paesi europei ed extraeuropei.

Anche con riguardo alle seconda questione, relativa alla individuazione di un possibile modello ottimale di regolazione, si pongono varie alternative.

Il modello tradizionale, cd. istituzionale, prevede l'affidamento ad una pluralità di regolatori del controllo integrale di un settore finanziario.

Tale modello presenta l'indiscusso vantaggio di ridurre al minimo i potenziali conflitti tra le autorità preposte alla vigilanza, in considerazione della rigida separazione delle competenze; inoltre, agevola l'attività dell'organo di vigilanza che, giovandosi

---

as a Justification for Regulating Financial-Services Firms and Products, in Journal of Financial Services Research, n. 3, 2000, p. 277 e ss.

[11] T. PADOA SCHIOPPA, *Regulating Finance. Balancing Freedom and Risk*, Oxford, OUP, 2004, p. 42 e ss.

[12] R. BOTTIGLIA, *Evoluzione dello scenario finanziario, vigilanza e controlli interni*, in *Rischi e controlli nelle banche e nelle assicurazioni*, a cura di G.N. MAZZOCCO, Giappichelli, 2003.

delle economie di specializzazione, è in grado di ridurre i costi della stessa regolamentazione.

D'altra parte, tuttavia, appare più adeguato alla attuale conformazione dei mercati finanziari ed al crescente sviluppo degli stessi il modello unico o fortemente integrato, che prevede l'accentramento dei poteri di regolamentazione e di vigilanza in un'unica struttura, sperimentato a partire dagli anni Ottanta nei Paesi scandinavi e, a partire dal 1997, nel Regno Unito[13].

I vantaggi del regolatore unico, oltre alla congruenza rispetto all'assetto attuale del mercato, concernono la riduzione dei costi, la risoluzione di problemi relativi alla disparità di trattamento, alla duplicazione dei controlli, alla coordinazione tra autorità diverse o alla sovrapposizione di funzioni.

D'altra parte, però, il modello fortemente integrato impedisce la specializzazione nell'ambito dei singoli settori, con la conseguenza che il regolatore si troverebbe costretto a "livellare" i propri interventi – che perderebbero, così, di efficacia – o a dover perseguire interessi configgenti – come la stabilità e la concorrenza.

Le numerose aree di competenza del regolatore, inoltre, potrebbero comportare un appesantimento della sua struttura organizzativa ed una forte burocratizzazione, nonché una eccessiva crescita del suo potere.

Alla luce delle considerazioni che precedono, non può individuarsi un modello che in assoluto possa considerarsi come il più efficiente per la regolazione dei mercati finanziari: molte sono, infatti, le variabili che condizionano la scelta dell'assetto da imprimere alla regolazione, primo fra tutte il contesto economico contingente.

Al fine di individuare un sistema di regolamentazione efficiente si dovrà, quindi, avere riguardo al modello che meglio si adatti al sistema finanziario preso in considerazione.

Oltre alla problematica relativa al modello ottimale di regolazione, le questioni che si pongono in relazione alla materia trattata riguardano anche la tecnica della regolazione.

---

[13] Nel 1997 venne, infatti, istituita la *Financial Services Authority* (FSA), che ha accentrato in sé, al fine di ridurre le inefficienze derivanti da un elevato numero di regolatori, le competenze proprie di ben nove *agencies*; pur lasciando alla *Bank of England* le competenze relative alla politica monetaria ed al mantenimento della stabilità dei prezzi, le funzioni di vigilanza sulla stabilità microeconomica sono state trasferite alla FSA. Sulla struttura organizzativa e le competenze della FSA, crf. il sito web www.fsa.gov.uk.

Le regole che disciplinano la materia dei mercati finanziari, infatti, devono necessariamente considerare le peculiarità tecniche che la caratterizzano ed essere, dunque, elaborate da esperti del settore.

2. I diversi livelli di regolazione e l'armonizzazione europea

Il panorama della regolazione dei mercati finanziari nel contesto attuale è fortemente composito: oltre alle regole elaborate nell'ambito dell'ordinamento nazionale, si devono considerare anche la regolazione prodotta sia a livello comunitario che a livello internazionale; di quest'ultimo ci si occuperà più approfonditamente nei paragrafi successivi.

Per quanto riguarda il livello nazionale, rilevano anzitutto le fonti primarie, attraverso le quali il Parlamento ed il Governo definiscono le linee generali di indirizzo della politica di regolazione.

Accanto a tali provvedimenti si collocano, poi, le misure amministrative e regolamentari poste in essere dalle autorità indipendenti, come la Banca d'Italia, la Consob e l'Isvap, alle quali è demandato il compito di disciplinare gli aspetti di dettaglio della materia e di vigilare sulla corretta applicazione della regole.

Seppure sottratte al potere di indirizzo politico governativo e dotate di una posizione di neutralità rispetto agli interessi in gioco, le autorità indipendenti istituite nel nostro ordinamento agiscono solo parzialmente nel rispetto dei principi di trasparenza e contestabilità.

Sono, infatti, ancora embrionali le procedure di consultazione degli interessati in ordine allo schema di regolazione da adottare, che invece orientano l'attività delle *Agencies* americane, secondo quanto previsto dall'*Administrative Procedure Act* del 1946; tali procedure di *notice and comment*, attraverso la partecipazione degli operatori economici al procedimento amministrativo, consentono di creare più facilmente regole effettive.[14]

A livello comunitario, l'obiettivo della libera circolazione dei servizi è stato perseguito attraverso un processo di integrazione finanziaria finalizzato ad ottenere una

[14] M. CLARICH, *I procedimenti e le forme di collaborazione tra autorità di vigilanza*, in *Diritto e processo amministrativo*, n. 2, 2007, p. 311.

maggiore efficienza dei mercati e, di conseguenza, a favorire la crescita economica in Europa.

L'accresciuto ruolo delle operazioni transfrontaliere e la conseguente globalizzazione dei mercati se da una parte ha favorito la realizzazione di un mercato unico in Europa, secondo gli obiettivi previsti dal Trattato, dall'altra ha determinato l'insorgere di problemi di competenza da parte delle autorità di vigilanza, che ovviamente non possono estendere la loro attività al di là dei confini nazionali.

In relazione a tale problematica, due sono le possibili soluzioni: la prima comporta la creazione di una autorità sopranazionale[15] – o, eventualmente, di più autorità per ciascun settore del mercato; la seconda implica lo sviluppo di forme di cooperazione e di coordinamento tra le diverse autorità di vigilanza nazionali.

A ben vedere, in ambito europeo è stata già creata una autorità sopranazionale centrale, vale a dire la Banca Centrale Europea, alla quale sono demandate competenze in materia di politica monetaria, mentre alle autorità di vigilanza nazionali, in accordo tra di loro, sono affidati compiti di vigilanza del settore: pertanto, almeno con riguardo al settore bancario, il modello europeo di regolamentazione è di tipo misto.

Resta da stabilire se e in quali termini in Europa possa crearsi un sistema di regolamentazione dell'intero settore dei mercati finanziari del tutto autonomo rispetto ai singoli Stati nazionali.

Allo stato attuale, il livello di integrazione dei mercati europei è piuttosto basso; tra i vari ostacoli che si frappongono alla armonizzazione delle discipline nazionali, rilevano le differenze sociali e quelle relative alla politica economica e fiscale.

Di conseguenza, al criterio della armonizzazione massima è subentrato, a livello comunitario, il criterio della armonizzazione minima (cd. selettiva).[16]

---

[15] E. KANE, *Architecture of Supra-governmental International Financial Regulation*, in Journal of Financial Services Research, n. 2-3, 2000, p. 301 e ss.

[16] L'armonizzazione si limita, cioè, a quegli elementi che risultino necessari e sufficienti ad assicurare l'affidabilità reciproca del quadro regolamentare di ciascuno Stato membro; sul punto, A.M. CAROZZI, *Il metodo Lamfalussy*, cit., p. 12. Sulla armonizzazione, v. anche il Libro Bianco della Commissione del 1985, *Completing the Internal Market: White Paper to the European Council*, COM (85) 310 *Final*, 28.06.1985.

Ad oggi, la struttura europea della vigilanza si basa su due cardini[17]: da una parte il principio dell'*home country control*, vale a dire l'accentramento della competenza in materia di vigilanza in capo alle singole autorità nazionali, che riduce eventuali duplicazioni dei controlli, e la conseguente cooperazione tra le autorità stesse; dall'altra il principio del mutuo riconoscimento, che consente agli intermediari finanziari di stabilirsi interamente o tramite succursali in altri Paesi all'interno dell'Unione rimanendo sotto il controllo del Paese di origine.[18]

Il fondamento del principio del mutuo riconoscimento, in particolare, consiste nella fissazione di una cornice essenziale di norme applicabili in via generale e nella determinazione della normativa di dettaglio in ciascuno Stato membro; ciò potrebbe determinare forme di concorrenza tra sistemi di vigilanza dei diversi Paesi ed una conseguente tendenza ad abbassare il grado di incisività della regolamentazione (cd. *race to the bottom*).

Al fine di ridurre tali rischi, sulla scorta di quanto sostenuto dalla dottrina, l'evoluzione più recente si è orientata verso un rafforzamento delle forme di cooperazione tra i Paesi europei; viceversa, la creazione di un unico regolatore europeo è per alcuni[19] parso incompatibile con i fondamenti dell'ordinamento comunitario.

Le predette forme di cooperazione possono essere di tipo bilaterale o multilaterale.

Un esempio della prima tipologia è rappresentato dai *Memoranda of Understanding* (MoU), vale a dire accordi intercorrenti tra le autorità di vigilanza di diversi Paesi che

---

[17] Il sistema di vigilanza sopra descritto, così come individuato nel Trattato, non ha peraltro ottenuto i risultati sperati in ordine alla realizzazione di un mercato integrato dei servizi finanziari. Ad esempio, nel 2001 più del 71% delle imprese europee si è dichiarato non soddisfatto delle modalità con cui si è data attuazione ai principi di *home country control* e mutuo riconoscimento, denunziando la presenza di significative barriere regolamentari e istituzionali a livello nazionale. Sul punto, cfr. *Preliminary Progress Report. Wich Supervisory Tool for the EU Securities Market?* Ott. 2004, p. 18, disponibile anche sul sito www.cesr-eu.org.

[18] Sul principio del mutuo riconoscimento, in virtù del quale a regole ed ad atti di un ordinamento straniero viene attribuita automatica efficacia nell'ordinamento interno, la letteratura è copiosa. Crf, tra tutti, M. ONADO, *Il mutuo riconoscimento e l'integrazione comunitaria dei mercati dei servizi finanziari*, in Banca Impresa Società, n. 2/2006, p. 185 e ss.; L. TORCHIA, *Il governo delle differenze. Il principio di equivalenza nell'ordinamento europeo*, Il Mulino, 2006.

[19] Sul punto, crf. K. LANNOO, *Supervising the European Financial System*, CEPS Policy Breaf, n. 23, 2002, p. 6 e ss.: l'A. ritiene, infatti, che un unico regolatore farebbe sorgere dei problemi in quei Paesi nei quali l'armonizzazione europea non è stata adeguatamente portata a compimento; sarebbe, dunque, incompatibile con i principi dell'ordinamento comunitario.

individuano i rispettivi obblighi delle parti sottoscriventi, senza peraltro vincolarle formalmente.[20]

La scelta di tali strumenti atipici di cooperazione internazionale era giustificata dalla flessibilità ed adattabilità della disciplina contenuta in tali intese rispetto alla normativa vigente nei singoli ordinamenti statali, nella maggior aderenza dei predetti accordi alle esigenze delle singole Amministrazioni, nella loro maggior idoneità a far fronte a specifiche problematiche tecniche emerse nella prassi o nella loro maggior rapidità a rispondere in maniera adeguata a determinate congiunture economiche[21].

Al riguardo, parte della dottrina[22] ha evidenziato una serie di criticità rappresentate prevalentemente dalla carenza di interesse delle autorità nazionali ad estendere la propria attività di vigilanza oltre i propri confini e, d'altra parte, l'assenza di sufficienti incentivi dello Stato ospitante a fornire alle autorità estere informazioni circa l'assetto finanziario nel proprio territorio. Sarebbe, dunque, opportuno, ad avviso di alcuni autori, rendere i MoU accordi espliciti e vincolanti (*binding pre-committements*), associati eventualmente ad una serie di penalità in caso di mancato rispetto dell'accordo.

La cooperazione multilaterale, invece, prevede la costituzione di apposite commissioni nelle quali le autorità di vigilanza di Paesi diversi operano collegialmente, secondo il modello della comitologia.[23]

A livello europeo, numerose sono le commissioni istituite per far fronte ai problemi della vigilanza e della regolamentazione, con competenze in vari settori tra cui, in particolare, quello bancario[24] ed assicurativo[25].

---

[20] Il 22.06.1995 la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), la commissione che negli Stati Uniti coopera con i regolatori stranieri al fine di salvaguardare l'integrità del mercato, ha stipulato con la Consob un *Memorandum of Understanding* finalizzato ad agevolare lo scambio di informazioni ed assistenza tra le due Autorità. La stessa CFTC ha nel tempo stipulato *Memoranda* con altri Paesi, non solo europei, nonché con regolatori globali, come la *International Organization of Securities Commission* (IOSCO), di cui si parlerà più approfonditamente in seguito.

[21] Sul punto, crf. A. CASSATELLA, *La regolazione globale del mercato dei valori mobiliari: la International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, in *La regolazione globale dei mercati finanziari*, a cura di S. BATTINI, Giuffrè, 2007, p.

[22] A ENRIA, G. VESALA, *Externalities in Supervision: the European Case*, in J.J.M. KREMERS, D. SCHOENMAKER, P. WIERTS, *Financial Supervision in Europe*, Cheltenham, UK, 2003, p. 72 e ss.

[23] Sulla comitologia, per tutti, crf. M. SAVINO, *I comitati dell'Unione Europea : la collegialita' amministrativa negli ordinamenti compositi*, Giuffre', 2005; M.L. TUFANO, *La comitologia e le misure di esecuzione degli atti e delle politiche comunitarie*, in *Diritto dell'Unione europea*, 2008, fasc. 1, p. 149 e ss.

Con riguardo, invece, alle commissioni sorte nel settore dei mercati mobiliari, si deve rilevare che queste ultime avevano originariamente funzioni per lo più consultive[26], mentre il *Forum of European Securities Commissions* (FESCO), istituito nel 1997, nacque come organismo intergovernativo e non come organo dell'Unione europea.

Proprio nel settore dei valori mobiliari, tuttavia, venne istituita la cd. Commissione Lamfalussy, con il compito di studiare i problemi della cooperazione nella vigilanza del settore.

Tale processo, che presupponeva il raggiungimento degli obiettivi di armonizzazione delle rispettive discipline nazionali, è stato ostacolato da vari fattori e, in particolare, dalla mancanza di una procedura di *enforcement* degli obblighi comunitari nei confronti degli Stati membri[27].

3. Le nuove frontiere della regolazione: dal *Financial Services Action Plan* al Comitato Lamfalussy.

Le difficoltà che ostacolano lo sviluppo di un mercato unificato sono di varia natura: la mancanza di regole comuni su molte questioni; diversa interpretazione ed applicazione delle norme da Paese a Paese e, soprattutto, un sistema regolamentare inefficiente, perché troppo lento nella fase di approvazione, troppo rigido nella capacità di adeguarsi ai cambiamenti e ambiguo nella fase di attuazione, non essendo in grado di distinguere tra normativa di dettaglio e linee guida generali. Altri fattori, invece, rallentano tale processo, come le differenze culturali e legali tra gli Stati membri, diversi regimi di tassazione e le barriere protezionistiche[28].

---

[24] Il *Banking Advisory Committee* aveva compiti consultivi nei confronti della Commissione e svolgeva le proprie funzioni utilizzando la *comitology procedure*; il *Groupe de Contact*, composto dalle sole autorità di vigilanza bancaria dell'Area Economica Europea, incaricato di studiare i problemi propri delle istituzioni bancarie; infine, il Comitato per la Vigilanza bancaria (BSC) presso la Banca centrale Europea, composto dalle autorità di vigilanza di tutti i Paesi aderenti all'Unione aveva il compito di affrontare e risolvere i problemi relativi alla macrostabilità, oltre che funzioni di assistenza alla Banca Centrale Europea. Sul punto, F. PICHLER, *Profili teorici e di regolamentazione dei sistemi finanziari*, cit., p. 290 e ss.

[25] Nell'ambito del settore assicurativo erano state costituite l'*Insurance Committee*, con compiti prevalentemente consultivi, e la Conferenza delle Autorità di Vigilanza sulle assicurazioni, alla quale erano affidati compiti di coordinamento tra le varie autorità. Crf. Ibidem, cit.

[26] Come, ad esempio, il *Contact Committee*, istituito nel 1979, l'UCITS *Contact Committee* e un *High Level Committee of Securities Market Supervisors*, entrambi istituiti nel 1985.

[27] M. ONADO, *Il mutuo riconoscimento e l'integrazione comunitaria dei mercati dei servizi finanziari*, cit.

[28] *Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European Securities Markets*, disponibile sul sito internet www.europa.eu.int.

La mancanza di un adeguato coordinamento delle discipline di settore ha spinto la Commissione a varare, l'11 maggio 1999, il *Financial Services Action Plan* (FSAP), contenente le linee guida per il raggiungimento del mercato finanziario unico in Europa nell'ottica della liberalizzazione e della integrazione dei mercati finanziari.

In particolare, gli obiettivi del FSAP sono stati individuati nella integrazione dei mercati finanziari all'ingrosso, nella apertura dei mercati e dei servizi finanziari al dettaglio e nella armonizzazione e rafforzamento delle regole di vigilanza.

A tal fine, sono stati semplificati gli adempimenti per le emittenti e sono stati resi più uniformi e trasparenti i principi contabili applicati alle società; i costi e tempi di esecuzione dei pagamenti transfrontalieri sono stati equiparati a quelli domestici; è stata, infine, sollecitata una cooperazione tra le autorità di vigilanza nazionali[29].

In altri termini, si sarebbero dovute istituire gradualmente le basi di un mercato di settore europeo con regole comuni e regole nazionali equivalenti o, meglio, convergenti a tutela dei risparmiatori, degli investitori, degli operatori, del sistema finanziario in genere.[30]

Il Piano di Azione comprende 42 provvedimenti tra direttive, regolamenti e raccomandazioni, relativi ai vari settori del mercato finanziario, tutte basate sui principi della armonizzazione minima, del mutuo riconoscimento e del cd. *home country control* e tutte ispirate al riparto delle competenze tra le istituzioni europee e gli Stati membri.

Ad oggi, le misure contenute in tali provvedimenti sono state pressoché totalmente avviate, sebbene non in tutti gli Stati membri sia completata la fase della recepimento.

Nel marzo 2000 il Consiglio europeo di Lisbona, nell'ottica della individuazione di una strategia di sviluppo per le economie degli Stati membri dell'Unione, ha fissato nel 2005 la *deadline* per l'attuazione del *Financial Services Action Plan*.

Il Consiglio di Stoccolma del marzo 2001, infine, ha approvato uno specifico procedimento decisionale per la creazione delle regole nei mercati dei servizi finanziari, dichiarando nel contempo che si sarebbe dovuto procedere ad una piena ed aperta revisione della nuova struttura regolatoria nel 2004.

---

[29] COM(1999)232, 11.05.99, *Servizi finanziari: messa in atto del piano di azione per i servizi finanziari: piano d'azione*, disponibile su sito www.ec.europa.eu.

[30] P. BILANCIA, *Alla ricerca di un mercato unico dei servizi finanziari*,

Nel luglio 2000, su iniziativa della Presidenza francese dell'Unione, era stato infatti costituito un Comitato di Saggi sulla regolamentazione dei mercati finanziari europei, al quale era stato affidato l'incarico di condurre un'indagine sullo stato di sviluppo e di integrazione dei mercati finanziari europei e di avanzare proposte per facilitare tale integrazione.[31]

In particolare, si riteneva che il modello di regolamentazione europea del sistema finanziario, prevalentemente fondato sulla emanazione di direttive, fosse eccessivamente lento e farraginoso rispetto ai repentini mutamenti del mercato, ai quali deve necessariamente adattarsi la disciplina del settore: come noto, infatti, il processo di recepimento delle direttive negli ordinamenti interni degli Stati membri richiede qualche anno rispetto alla entrata in vigore della direttiva stessa.

L'emanazione di direttive non avrebbe, inoltre, consentito una uniforme applicazione dei principi contenuti nelle stesse e formulati in via generale, poiché, pur essendo vincolanti nello scopo, tali atti normativi dell'Unione consentono, come noto, agli Stati di scegliere le modalità più opportune per realizzarlo, ottenendo, di conseguenza, risultati difformi nei vari ordinamenti.

Il processo regolatorio allora vigente, infine, era privo di quel necessario apporto tecnico che solo le Autorità nazionali del settore avrebbero potuto recare alle norme elaborate dalle Istituzioni europee.

L'approccio innovativo di regolamentazione finanziaria, proposto nel Rapporto del Comitato dei Saggi nel febbraio 2001[32], è fondato su quattro livelli.

Il primo, che involge la regolamentazione comunitaria, è finalizzato alla elaborazione, da parte delle Istituzioni in concerto tra di loro, di proposte di direttiva aventi ad oggetto i principi informatori della regolamentazione.

La seconda fase prevede l'adozione delle misure da parte della Commissione, in considerazione dei pareri tecnici resi dal *Committee of European Securities Regulator*

[31] Il Comitato dei Saggi si riunì per la prima volta il 7 agosto 2000 e terminò la prima fase del lavoro il 6 novembre 2000, dopo otto sedute.

[32] Il Rapporto è il frutto di un'ampia consultazione che ha comportato *hearings* con esperti del mercato, questionari *on line* e colloqui con i rappresentanti degli Stati membri, nonché della Commissione Affari economici e monetari del Parlamento europeo.

(CESR), che a sua volta raccoglie le osservazioni degli interessati, e dallo *European Securities Committee* (ESC)[33].

Nella terza fase, il CESR cura la uniforme applicazione della normativa tra i Paesi membri, fornendo raccomandazioni, interpretazioni, *standards* e *guidelines*; sulla base di tali indicazioni, gli Stati membri hanno il compito di implementare il diritto comunitario attraverso la cooperazione tra Autorità nazionali di regolamentazione e vigilanza ed il coordinamento delle loro attività.

Infine, nella quarta fase la Commissione vigila sull'attività di attuazione da parte degli Stati membri, in via normativa e amministrativa, delle norme e degli orientamenti adottati ai tre livelli precedenti: la Commissione rafforza il suo ruolo assicurando un' aperta e corretta concorrenza dei mercati finanziari europei.

Sono stati, dunque, adottati seguendo il modello "Lamfalussy" significativi atti legislativi: la direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato; la direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, la direttiva 2004/39 CE sui mercati degli strumenti finanziari, la direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza.

Il sistema di regolazione elaborato dai Saggi risolve le due principali problematiche relative alla regolamentazione dei mercati finanziari.

In particolare, con riguardo alla esigenza di produzione di regole flessibili e dinamiche che possano agevolmente adattarsi ai mutamenti del mercato, l'approccio Lamfalussy rende più agevole ed efficiente il processo decisionale, demandando alla determinazione congiunta delle Istituzioni la sola definizione dei principi generali della regolamentazione. Il Consiglio, la Commissione e il Parlamento si dovrebbero, infatti, limitare a raggiungere un accordo politico, che si limiti ad enunciare i criteri informatori della disciplina di dettaglio.

Quanto, poi, alla esigenza di impiegare specifiche competenze tecniche nella elaborazione della disciplina del settore finanziario, fortemente specialistico, il

[33] Nella conferenza stampa del 9 novembre 2000, concernente il Rapporto iniziale della Commissione, il Presidente Alexandre Lamfalussy affermava che la seconda fase della procedura sarebbe stata delegata ad un nuovo *European Security Committee*, supportata da un Comitato di EU *Regulators* e che il sistema sarebbe stato operativo dal 2002. Attualmente, la Commissione europea, per la predisposizione delle misure di esecuzione degli atti degli atti di cui al primo livello, è assistita soltanto dai due Comitati sopra menzionati, appositamente istituiti.

Rapporto Lamfalussy prevede il diretto coinvolgimento degli interessati, quali ad esempio gli intermediari, nella procedura di creazione delle regole. Il livello II, poi, affida al *Committee of European Securities Regulator* il compito di garantire il procedimento di consultazione degli agenti economici interessati dalla nuova consultazione.

Ciò determina una maggiore trasparenza, attraverso la consultazione aperta e tempestiva degli operatori del mercato e favorisce una collaborazione e una maggiore convergenza tra gli ordinamenti nazionali in materia di vigilanza.

La maggiore perplessità in relazione a tale processo di regolazione risiede nel rendere pienamente *accountable*[34] questo processo davanti al Parlamento Europeo, vale a dire di predisporre adeguati strumenti controllo interni di controllo costituzionale e amministrativo sul potere normativo e amministrativo[35].

I principi elaborati nell'ambito del Rapporto Lamfalussy, nato, come detto, per il settore finanziario, sono stati utilmente impiegati anche in altri settori del sistema finanziario, attraverso lo sviluppo della *comitology procedure*.

Nel maggio 2005, la Commissione europea ha pubblicato, all'esito di un complesso processo di consultazione pubblica, il Libro verde sulla politica in materia di servizi finanziari (2005-2010)[36], evidenziando le priorità da seguire nella politica finanziaria per il periodo considerato.

In particolare, gli obiettivi sono quelli di consolidare la legislazione esistente; assicurare l'effettivo recepimento delle norme europee nelle normative nazionali e la loro più rigorosa messa in applicazione da parte delle autorità di vigilanza; assicurare una valutazione permanente *ex-post*, nell'ambito della quale la Commissione seguirà

---

[34] Per un approfondimento delle problematiche connesse all'*accountability* cfr. R.O. KEOHANE, "*The Concept of Accountability in the World of Politcs and the Use of Force*", in *Michigan Journal of International Law*, 2003, 1121 ss.; ID. "*Global Governance and Democratic Accountability*", *Working Paper*, 2002, disponibile all'indirizzo http//www.duke.edu/people/Faculty/docs/millpaper.pdf.; G SOUL, "*Transparency and Accountability in International Financial Institutions*", in R. CALLANG, A. TILLEY (cur.), *The Right to Know, the Right to Live: access to Information and Socio Economic Justice*, 2002, disponibile all'indirizzo http//www.bicusa.org/bicusa/issues/IFI_Transparency_Chptr.pdf.; A.M. SLAUGHTER, "*Globalization, Accountability and the Future of Administrative Law: the Accountability of Government Networks*", in *Indiana Journal of global Legal Studies*, 2001, 347 ss. Per un'analitica ricostruzione del concetto di *accountability* in ambito statale e sovranazionale, cfr. per tutti R.B. STEWART, "*Accountability and the Discontents of Globalization: US and EU Models for Regulatory Governance*", Discussion Draft Paper presentato al "*2nd Global Administrative Law Seminar*", Viterbo, 9/10 giugno 2006.

[35] R. B. STEWART, *Il diritto amministrativo globale*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, p. 637.

[36] Il Libro verde è reperibile sul sito internet www.europa.eu.

attentamente l'applicazione pratica delle norme e il loro impatto sul settore finanziario in Europa.

Successivamente, nel dicembre 2005, venne approvato il Libro bianco[37] sulla politica in materia di servizi finanziari, nel quale sono indicati i progressi compiuti verso la integrazione dei mercati finanziari e viene ribadito l'intento di aumentarne l'efficienza attraverso uno sviluppo ed un miglioramento della regolazione.

A tal fine, si sottolinea l'importanza delle consultazioni e delle valutazioni dell'impatto delle nuove proposte legislative, che dovranno essere effettuate obbligatoriamente; la Commissione ha, inoltre, rilevato la necessità di rafforzare i meccanismi di controllo dell'applicazione effettiva della normativa comunitaria, attraverso una collaborazione più stretta tra gli Stati membri.

Particolare rilevanza assume la partecipazione dei privati alle decisioni pubbliche: con il Libro bianco viene, infatti, istituito un notiziario periodico per informare i consumatori e gli utenti sulle principali novità in materia di prodotti finanziari, oltre ad un *forum* attraverso il quale gli utenti possano contribuire, con le loro proposte, alla definizione e allo sviluppo della politica finanziaria europea.

La Commissione intende, poi, sviluppare la procedura Lamfalussy, assicurandosi che i quattro livelli di tale procedura rispettino il programma di miglioramento della normativa, nonché promuovere e migliorare il coordinamento tra le autorità di vigilanza nazionali.

Sotto il profilo dei rapporti internazionali, nel Libro bianco si promuove il dialogo in materia di mercati finanziari tra l'UE e gli Stati Uniti, nonché la cooperazione con altri paesi, quali il Giappone, la Cina, la Russia e l'India. È necessario che l'UE abbia una forte rappresentanza anche in seno alle istituzioni internazionali, come il Comitato di Basilea, la IAIS, la IOSCO o l'Unidroit.

4. Lo sviluppo della regolazione a livello globale.

Il recente processo di liberalizzazione dei mercati e la conseguente integrazione degli stessi al di là dei confini nazionali ha determinato un processo di globalizzazione che, oltre a rilevare dal punto di vista economico, si riflette anche sul piano giuridico,

[37] Il Libro bianco è reperibile sul sito internet www.europa.eu.

determinando, secondo l'avviso di alcuni autori, lo sviluppo di un diritto pubblico "globale". [38]

Lo sviluppo esponenziale di alcuni settori del mercato oltre i confini nazionali ha determinato la devoluzione della storica funzione di *law makers* dagli Stati ad organismi internazionali istituiti allo scopo di armonizzare la frammentaria regolamentazione del settore e, talvolta, ai destinatari della regolazione stessa.[39]

La frammentazione che consegue alla crisi dello Stato e alla conseguente acquisizione di poteri da parte degli operatori economici ha determinato, allo stato attuale, un diffuso fenomeno di autoregolazione delle imprese, che ha dato origine al fenomeno della *lex mercatoria*.[40]

D'altra parte, tuttavia, poiché le imprese necessitano della fiducia dei consumatori e di accreditamento su scala internazionale, si è manifestato un forte interesse alla

---

[38] Sulla globalizzazione del diritto pubblico, con particolare riferimento ai mercati finanziari, la letteratura è ormai vasta; tra i contributi più significativi, crf. S. CASSESE, *Il diritto amministrativo globale: una introduzione*, in *Riv. Trim. Dir. Pubbl.*, n. 2, 2005, p. 331 ss.; ID., *Lo spazio giuridico globale*, Roma-Bari, 2003; F. GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005; S. BATTINI, *Amministrazioni senza Stato – Profili di diritto amministrativo internazionale*, Milano, 2003; ID., *Organizzazioni internazionali e soggetti privati: verso un diritto amministrativo globale?*, in *Riv. Trim.Dir.Pubbl.*, n. 2, 2005, p. 359 ss.; ID., *La globalizzazione del diritto pubblico*, in ID., *International Organizations and Private Subjects: A Move Toward A Global Administrative Law?*, *IILJ Working Papers* 2005/3, *Global Administrative Law Series*, www.iilj.org; R. STEWART, *U.S. Administrative law: a model for global administrative law?*, *Law and contemporary problems*, vol. 68, 2005, nos. 3-4; B. KINGSBURY, N. KRISCH E R. STEWART, *The emergence of Global Administrative Law, IILJ Working Papers* 2004/1, *Global Administrative Law Series*, reperibile sul sito www.iilj.org; B. KINGSBURY, N. KRISCH, R. STEWART, J. B. WIENER, *Global governance as administration – national and transnational approaches to global administrative law*, *Law and contemporary problems*, vol. 68, 2005, nos. 3-4; K. NICOLAIDIS e G. SHAFFER, *Managed Mutual Recognition Regimes: Governance Without Global Government*, *IILJ Working Papers* 2005/6, *Global Administrative Law Series*, www.iilj.org; B.S. CHIMNI, *Cooption and Resistance: two faces of global administrative law*, *IILJ Working Papers* 2005/12, *Global Administrative Law Series*, www.iilj.org; N. KRISCH, *The Institutions of International Government*, www.iilj.org; W. MATTLI E T. BUTE, *Global Private Governance: Lessons from a National Model of Setting Standards in Accounting*, *IILJ Working Papers* 2005/4, *Global Administrative Law Series*, www.iilj.org; M.R. FERRARESE, *Le istituzioni della globalizzazione. Diritto e diritti nella società trasnazionale*, Bologna, 2002; ID. *Il diritto al presente. Globalizzazione e tempo delle istituzioni*, Bologna, 2002; J.B. AUBY, *La globalisation, le droit et l'État*, Paris, Montchrestien, 2003

[39] "Mentre in passato gli Stati erano i padroni dei mercati, oggi su molti problemi cruciali sono i mercati a dominare i governi": così S. STRANGE, *The Retreat of the State: the Diffusion of Power in the World Economy*, Cambridge University Press, 1996, trad. it. *Chi governa l'economia mondiale?Crisi dello Stato e dispersione del potere*, il Mulino, 1998. Sul punto, crf. anche S. CASSESE, *Il diritto amministrativo globale*, *cit.*, p. 337.

[40] Con il termine *lex mercatoria* si indica l'insieme di regole di condotta creato dal ceto imprenditoriale, senza la mediazione del potere legislativo degli Stati, e destinato a disciplinare in modo uniforme i rapporti commerciali. In tal senso, crf. F. GALGANO, Lex Mercatoria, Il Mulino, 1993, p. 219.

costruzione di una cornice normativa istituzionale che fosse coerente con l'estensione globale dei mercati.[41]

Tale fenomeno è stato sollecitato anche nell'ambito del settore dei mercati finanziari, in ragione della particolare rilevanza degli interessi in gioco che necessariamente devono trovare composizione a livello sopranazionale: l'interesse pubblico alla stabilità del sistema economico diviene, quindi, un valore riconosciuto e tutelato a livello sovranazionale.

Poiché la ricerca di una cornice istituzionale adeguata al contesto globale non ha ancora portato a risultati univoci, ad oggi si può empiricamente constatare come il panorama dei soggetti investiti delle funzioni di regolazione dei mercati finanziari sia piuttosto variegato: accanto alle organizzazioni internazionali istituite con gli accordi di *Bretton Woods* e all'attività di reti transnazionali governative, la regolamentazione finanziaria globale è anche affidata ad organizzazioni costituite da soggetti privati.

Tutti questi soggetti, poi, fanno parte di organismi "ibridi" come il *Financial Stability Forum* (FSF), che svolge una funzione di coordinamento delle varie regole prodotte.[42]

Il Fondo monetario Internazionale[43], istituito nel 1945 con gli accordi di *Bretton Woods* intercorsi tra 29 Paesi, è successivamente divenuto, con i suoi attuali 184 membri, una organizzazione a carattere quasi universale che ha il compito di "*promuovere la crescita nella stabilità*" monetaria e finanziaria a livello internazionale.[44]

---

[41] Sul punto, crf. S. BATTINI, *Amministrazioni senza Stato*, cit., p. 196 e ss.

[42] Il Financial Stability Forum fu convocato per la prima volta nell'aprile del 1999 a Washington, nella sede del FMI, in occasione del G7 *to promote international financial stability through information exchange and international cooperation in financial supervision and surveillance.* Obiettivo principale del FSF è quello di promuovere la stabilità finanziaria internazionale, monitorando l'andamento dei mercati finanziari e riducendo il rischio del propagarsi delle crisi finanziarie da Paese in Paese.

[43] Sul tema, per tutti, si veda S. MORETTINI, *Il Fondo monetario internazionale e le reti globali di regolatori finanziari*, in *La regolazione globale dei mercati finanziari*, a cura di S. BATTINI, Giuffrè, 2007, p. ; G. SCHLITZER, *Il Fondo monetario internazionale*, Il Mulino, 2004; R. HOCKETT, *From Macro to Micro to "Mission-Creep": Defending the IMF's Emerging Concern with the Infrastructural Prerequisites to Global Financial Stability*, in *Colum. J. Transnat'l L.*, 2002-2003, pp. 153 ss.

[44] La struttura organizzativa del FMI non si differenzia molto da quella di una normale società per azioni. Gli azionisti, cioè i 184 Paesi membri, sono tutti rappresentati, tramite loro ministri o presidenti di banche centrali, in un Consiglio dei Governatori (*Board of Governors*), al quale sono demandate le decisioni di particolare rilevanza; al Consiglio di amministrazione (*Executive Board*) è affidata l'amministrazione del FMI, mentre gli indirizzi strategici dell'azionariato vengono formulati da un organo consultivo permanente ristretto, il Comitato monetario e finanziario internazionale (IMFC). Gli organi di vertice

Tali obiettivi vengono perseguiti sia attraverso un intervento diretto del Fondo nella situazione economica di Paesi che versino in gravi crisi finanziarie, sia attraverso la emanazione di raccomandazioni, *standards* internazionali e codici di *good practice* nell'ambito della "Politica macroeconomica e trasparenza delle informazioni".

Accanto alle organizzazioni internazionali si collocano, nel contesto della regolazione globale, anche le organizzazioni transnazionali, come la *International Organization of Securities Commission* (IOSCO)[45], che riunisce le autorità amministrative nazionali competenti per la regolazione e il controllo dei mercati dei valori mobiliari; la *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS)[46], della quale fanno parte le autorità di controllo sulle assicurazioni di circa un centinaio di Paesi; la *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS),[47] costituito dai rappresentanti delle Banche centrali o delle autorità di vigilanza bancaria di tredici Paesi.

Tali organizzazioni sono il risultato della maggiore autonomia ed indipendenza acquisite all'interno degli Stati dagli apparati amministrativi, i quali si riaggregano, all'esterno dell'ordinamento nazionale, con le corrispondenti amministrazioni degli altri Paesi, determinando l'insorgere di figure organizzative denominate dalla recente letteratura come *transgovernmental regulatory networks*.[48]

Le reti sopra citate sono accomunate sotto il profilo dello scopo e delle funzioni: a ciascuna di esse è stata affidata la cura di interessi a dimensione transazionale attraverso la emanazione di regole (principi, *standards*, *guidelines*), la cui applicazione è poi

---

sono tutti costituiti in modo da rispecchiare l'equilibrio geografico dei loro componenti. Per un approfondimento della tematica, si veda S. MORETTINI, *Il Fondo monetario internazionale*, cit.

[45] La *International Organization of Securities Commission*, fondata nel 1983 come soggetto privato, è costituita da centootto membri individuati tra le Autorità di regolazione del settore mobiliare, o, in mancanza di esse, qualunque Amministrazione avente tali funzioni a sensi della normativa dei singoli Stati. L'Organizzazione è suddivisa in vari comitati, ai quali partecipano alcuni membri ordinari appositamente designati, nonché da una segreteria generale, alla quale spetta la concreta amministrazione dell'Organizzazione. Sulla organizzazione e sulle funzioni della IOSCO, v. A. CASSATELLA, in *La regolazione globale dei mercati finanziari*,a cura di S. BATTINI,Giuffrè,2007, p.

[46] La *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS), organismo di natura privatistica costituito da organismi pubblici sub – statali, produce *standars* nel campo assicurativo. Sulla organizzazione e sulle funzioni della IAIS, v. S. PELLIZZARI, in *La regolazione globale dei mercati finanziari*,a cura di S. BATTINI,Giuffrè,2007, p.

[47] Per una approfondita analisi della organizzazione e delle funzioni della BCBS, v. G. BERTEZZOLO, in *La regolazione globale dei mercati finanziari*,a cura di S. BATTINI,Giuffrè,2007, p.

[48] S. BATTINI, *Amministrazioni senza Stato*, cit., p. 208 e ss.

affidata alle stesse amministrazioni che hanno concorso a produrle, ciascuna nella propria sfera nazionale.[49]

Peraltro, se da una parte le istituzioni considerate sottraggono agli Stati la funzione di ponderazione e di contemperamento tra interessi economici e sociali configgenti, dall'altra l'amministrazione comune resta amministrazione statale o, talvolta, proiezione delle amministrazioni nazionali.[50]

In tale contesto di regolazione internazionale, il ruolo dei soggetti privati ha assunto una inattesa importanza, con particolare riguardo alla produzione di *standards* contabili: la *International Accounting Standards Board* (IASB) e la *International Auditing and Assurance Standards Board* (IAASB) divengono i regolatori internazionali per il settore delle certificazioni di bilancio, ponendo i criteri ai quali debba informarsi l'attività dei revisori e delle imprese[51], allo scopo di creare una gamma di *standards* affinati e condivisi.

I problemi che si pongono in relazione all'assenza di una formale investitura democratica di tali regolatori si risolvono in sede di elaborazione degli *standards*, attraverso una procedura di consultazione e di revisione che rende la regolazione espressione di istanze condivise.

Inoltre, l'efficacia delle regole prodotte viene assicurata, di volta in volta, dalle autorità pubbliche nazionali, con la conseguenza che la regolazione globale del settore contabile, caratterizzata dal concorso di soggetti pubblici e privati, assume una conformazione ibrida.

In questo quadro, al fine di portare a compimento la presente ricerca, occorre indagare su un duplice profilo: in primo luogo, se il metodo Lamfalussy abbia individuato un modello efficiente di regolamentazione dei mercati finanziari, ponendo fine ai ben noti fallimenti che sinora li avevano caratterizzati.[52]

---

[49] *Ibidem*, p. 211. secondo l'A. le *transgovernmental regulatory networks* presentano caratteri affini a quelli delle Unioni internazionali amministrative.

[50] S. BATTINI, *Amministrazioni senza Stato*, cit., p. 214 e ss.

[51] Sul punto, sia consentito rinviare a E. ROTOLO, *La regolazione globale del settore contabile: International Accounting Standards Board* (IASB) e International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB).

[52] Tra le cause che hanno ostacolato la piena integrazione del mercato europeo nel suo complesso vi sono anzitutto le problematiche legate all'armonizzazione (barriere regolamentari ed arbitraggio regolamentare) e alle divergenze dei sistemi giuridici degli Stati membri, ma anche le problematiche legate al diverso livello di cultura finanziaria nonché lo scoglio linguistico.

In secondo luogo, sarà opportuno comprendere come e in quale misura la procedura analizzata si correli con le istanze di cui si fanno portatori gli organismi globali sopra descritti.

A tal fine, si procederà dapprima all'analisi delle varie fasi del metodo Lamfalussy, per poi verificare empiricamente l'effettiva influenza degli organismi globali sulla emanazione delle direttive europee.

Quanto all'arbitraggio regolamentare o *forum shopping*, vale a dire la adozione di previsioni regolamentari favorevoli alle imprese finanziarie nazionali, si deve rilevare che tale fenomeno è fondato sull'indebita utilizzazione del criterio dell'home country control da parte degli Stati membri al fine di proteggere gli interessi nazionali. Esemplificativo è il caso Centros ltd. c. Ehrvers-OG Sellskabisstyrelsen, nella quale la Corte di giustizia europea ha ritenuto sussistente, in virtù del principio della libertà di stabilimento imposto dal Trattato, il diritto di una società inglese di registrare una *branch* in Danimarca pur non svolgendo alcuna attività nel Regno Unito, dove era stata fondata. (Corte Giustizia, 9.3.1999, causa C 212-97, ECRI- 1459.

Con riguardo, invece, alla mancata realizzazione della concorrenza regolamentare, essa deve imputarsi alla influenza delle *lobbies* locali, finalizzata a tutelare interessi nazionalistici; tali influenze esterne vanno a discapito del pubblico interesse. Di conseguenza, gli Stati membri modificano le loro regole per trattenere il più possibile presso di sé il controllo sulle imprese, sia nazionali che estere,dando sempre maggior peso al concetto di territorialità piuttosto che di globalizzazione.

Quanto, infine, al procedimento di adozione degli atti normativi a livello comunitario, si deve precisare che anch'esso presenta degli aspetti di inefficienza. In particolare, la procedura di codecisione di cui all'art. 251 del Trattato si è rivelata lenta e macchinosa; inoltre, il continuo richiamo degli Stati al principio di sussidiarietà ha indotto la Commissione ad adottare un numero sempre maggiore di direttive piuttosto che di regolamenti. Inoltre, gli atti normativi si connotano per una eccessiva puntualizzazione sì da risultare in breve tempo obsoleti.

Sul punto, cfr. A.M. CAROZZI, *Il metodo Lamfalussy*, cit., p. 20 e ss.

Capitolo II
Il metodo Lamfalussy: analisi dei quattro livelli di regolazione

Sezione I – Prima fase: la normativa quadro e la dialettica tra le istituzioni

1. Struttura e problematiche connesse alla prima fase

Nell'ambito della fase normativa della procedura Lamfalussy possono distinguersi due livelli.

Al Livello 1 è prevista l'adozione di regolamenti e direttive da parte del Parlamento europeo e del Consiglio, secondo la procedura di codecisione prevista dall'art. 251 TCE; tali provvedimenti devono contenere i principi quadro e gli elementi essenziali della materia da disciplinare.

Successivamente, al Livello 2, spetta alla Commissione il compito di adottare le relative misure di esecuzione, sempre attraverso la emanazione di direttive o regolamenti, secondo la procedura denominata comitologia che trova il suo fondamento nell'art. 202 TCE.

Con riferimento al primo livello, in particolare, la procedura di codecisione prevede che, a seguito della proposta della Commissione[53] e previo parere del Parlamento, espresso a maggioranza semplice, il Consiglio assuma una posizione comune a maggioranza qualificata.

Dopo la trasmissione di tale posizione comune al Parlamento, l'atto sarà adottato se quest'ultimo approvi espressamente l'atto o non si pronunci entro il termine di tre mesi; viceversa, la procedura si conclude immediatamente.

Qualora, invece, il Parlamento, a maggioranza dei suoi membri, approvi emendamenti alla posizione comune, il nuovo testo è sottoposto, previo parere della Commissione, ad una nuova deliberazione del Consiglio che deve pronunciarsi entro un

---

[53] In caso di modifiche sostanziali della proposta della Commissione, il Parlamento o il Consiglio devono predisporre delle valutazioni di impatto, in modo da evidenziare la necessità della regolamentazione ed evidenziarne la qualità.

L'importanza delle valutazioni di impatto è stata sottolineata nelle ipotesi in cui le norme proposte siano potenzialmente in grado di incidere in modo significativo sulla posizione giuridica delle parti interessate, come avviene in relazione alla emanazione delle misure di esecuzione di Livello 2. Sul punto, v. la comunicazione della Commissione, COM (2007)727cit.

massimo di tre mesi dal ricevimento, per evitare la convocazione del comitato di conciliazione al quale viene eventualmente demandato il compito di elaborare un progetto comune. L'atto è adottato se il Consiglio e il Parlamento approvano tale progetto comune, altrimenti la procedura si conclude con la mancata adozione dell'atto.

La messa in atto del Livello 1 della procedura Lamfalussy pone una serie di questioni che non sono state espressamente affrontate nel Rapporto dei Saggi: anzitutto, ci si chiede quale peso abbia l'intervento di ciascuno dei soggetti coinvolti nella procedura di codecisione rispetto alla individuazione degli obiettivi della regolazione e se, in particolare, gli interessi di natura politica prevalgano rispetto alle istanze di natura tecnica avanzate dagli operatori del mercato.

È, inoltre, opportuno individuare il criterio che consenta di operare una distinzione tra la legislazione primaria e secondaria, tra normativa quadro e misure esecutive.

Infine, occorre stabilire quale sia lo strumento normativo più idoneo, tra il regolamento e la direttiva, a raggiungere più agevolmente l'obiettivo della armonizzazione dei mercati.

2. Chi individua le *guidelines* della normativa quadro?

Il Livello 1 della Procedura Lamfalussy riveste senza dubbio un ruolo determinante nella individuazione degli obiettivi della regolazione.

Nell'ambito di tale fase, tuttavia, sono diversi i soggetti istituzionalmente deputati a fornire indicazioni, di natura sia tecnica che politica, in ordine ai principi da inserire nella normativa quadro.

In particolare, alla Commissione è affidato il potere di impulso della intera procedura, attraverso la presentazione di una proposta formale da sottoporre al Parlamento europeo e al Consiglio, previa consultazione con le parti interessate.

Il pieno coinvolgimento, sin dalle prime fasi del procedimento, degli operatori del mercato, delle associazioni dei consumatori e delle autorità nazionali determina una serie di conseguenze che favoriscono l' integrazione dei mercati auspicata dal Rapporto dei Saggi.

Anzitutto, il sostanziale accordo dei destinatari della regolazione in ordine ai contenuti della stessa consente la riduzione al minimo del fenomeno dell'arbitraggio regolamentare, vale a dire della trasposizione della normativa comunitaria negli

ordinamenti nazionali sulla base non di comuni criteri di armonizzazione, bensì dal più agevole adeguamento al substrato normativo.

In secondo luogo, l'apporto costruttivo dei privati nella ideazione della proposta determina il miglioramento della qualità della regolazione, avuto riguardo alla particolare *expertise* degli operatori del mercato.

Le consultazioni, infine, rafforzano la trasparenza e la prevedibilità del processo decisionale demandato alle Istituzioni europee e ne accrescono la legittimazione democratica.[54]

Il pedissequo rispetto del principio del *notice and comment*, tuttavia, può talvolta determinare un rallentamento della procedura, a discapito della esigenza di adeguare tempestivamente il quadro normativo alle evoluzione del mercato.

Di conseguenza, a fronte delle più volte sollecitate richieste di allungamento dei tempi stabiliti per le consultazioni, si è affidato alla Commissione europea il compito di operare, caso per caso, un bilanciamento tra le esigenze di speditezza e quelle di trasparenza, considerando tutti gli elementi a disposizione, come ad esempio la complessità della materia trattata e la qualità delle osservazioni pervenute.

La funzione svolta dalla Commissione nell'ambito del Livello 1 è dunque quella di mediare tra le esigenze dei soggetti destinatari della regolazione e gli obiettivi politici individuati da Parlamento e Consiglio; essa diviene, dunque, organo preposto alla composizione degli interessi pubblici e privati e alla moderazione del dialogo tra le Istituzioni.

Nonostante la rilevanza della partecipazione dei privati alla fase di enucleazione della proposta da parte della Commissione, predominante è il controllo operato dalle Istituzioni, che stabiliscono, in virtù di criteri politici, i limiti entro i quali la normativa potrà essere modificata dalle misure di esecuzione emanate nell'ambito del secondo livello.

---

[54] Nella comunicazione della Commissione europea del 20 novembre 2007, COM (2007) 727 "Revisione della procedura Lamfalussy – Rafforzamento della convergenza in materia di vigilanza", proprio in ossequio al principio di trasparenza, si è, infatti, sollecitata la pubblicazione sistematica dell'esito delle consultazioni sul sito della Commissione, con la sola eccezione dei casi in cui, per la materia trattata, prevalga il rispetto della riservatezza.

Spetta, dunque, alle Istituzioni, in accordo tra loro, la individuazione degli obiettivi della nuova regolazione, conformemente alla agenda predisposta dal Piano di azione per i servizi finanziari del 1999.

Sulla base di tali premesse, si pone una ulteriore problematica, connessa alla prima, relativa alla fissazione di un criterio che consenta di distinguere tra normativa quadro e misure esecutive, tra interventi di primo e di secondo livello.

La questione rappresenta un punto determinante rispetto all'intero procedimento delineato nel Rapporto Lamfalussy, poiché implica l'applicazione di due diverse procedure, quella di codecisione e quella della comitologia.

Il Rapporto Lamfalussy contiene in allegato un esempio di direttiva di primo livello sulla armonizzazione delle principali *business rules* per la protezione degli investitori, formulato sulla base di un *paper* di consultazione del FESCO sulla armonizzazione delle regole di condotta sulla tutela del risparmiatore.

In questo prototipo di direttiva, tuttavia, vengono qualificati *core principles* sia gli *standards*, ossia le norme fondamentali di armonizzazione, sia le regole di condotta, vale a dire le misure di attuazione degli *standards* stessi che ne individuano l'ambito di applicazione e che dovrebbero, quindi, essere demandati alla normativa di secondo livello.

La distinzione tra le due tipologie di regolazione è invece netta: secondo il CESR, "*The standards are intended to be the key parameters for a harmonized conduct of business regime. The rules implement the standards, clarifying their scope and practical meaning*".[55]

Anche la Corte di giustizia, sul punto, ha dettato due criteri.

Secondo un primo criterio, di matrice formalistica, la distinzione tra la normativa primaria e quella esecutiva si fonda sulla base giuridica dell'atto: se il provvedimento si fonda su una norma del Trattato, si tratta di atto legislativo; viceversa, se la fonte è di diritto derivato, il provvedimento ha natura di atto di esecuzione.

---

[55] CESR, *A European Regime of Investor Protection: The Harmonization of Conduct of Business Rules*, aprile 2002, disponibile sul sito www.cesr-eu.org.

Tale criterio, peraltro, avrebbe carattere meramente descrittivo, poiché consentirebbe di individuare solo *ex post* la natura dell'atto da emanare.[56]

Secondo, invece, un diverso orientamento,[57] che fonda la distinzione sul concetto di "essenzialità", gli elementi essenziali di una disciplina devono essere regolati dal Consiglio, mentre gli altri elementi possono essere definiti dalla Commissione secondo la procedura esecutiva dei comitati.

Nella sentenza Köster[58], in particolare, la Corte applica un *substantive test* al fine di operare una distinzione tra previsioni di essenziale importanza, che devono essere demandate dalla legislazione primaria, e quelle di adozione di misure tecniche che possono interessare la Commissione.

Di fatto, la Corte di giustizia ha interpretato restrittivamente il requisito della essenzialità, includendovi, ad esempio, gli orientamenti fondamentali della politica comunitaria: il carattere di essenzialità di una disposizione è determinato da una valutazione politica del Consiglio e, in quanto tale, non giustiziabile.

Tale orientamento agevola, in realtà, la Commissione, alla quale il Consiglio finisce per affidare, sotto la pressione del carico decisionale, competenze normative che esorbitano la disciplina di dettaglio.

Di fatto, la individuazione delle misure di primo e di secondo livello è affidata alle Istituzioni nell'ambito della procedura di codecisione, divenendo, quindi, una decisione essenzialmente politica piuttosto che giuridica.

Ciò si desume, tra l'altro, dalla Risoluzione del Consiglio europeo di Stoccolma, nella quale si afferma che "la separazione tra principi quadro (Livello 1) e modalità di applicazione (Livello 2) deve essere determinata caso per caso in modo chiaro e trasparente. La separazione sarà stabilita dal Parlamento europeo e dal Consiglio in base alle proposte della Commissione."

---

[56] K. LENAERTS, A. VERHOEVEN, *Towards Legal Framework for Executive rule-making in the EU?*, cit., p. 651: "*the legal basis test does not address issues of democracy any separation of power. It determines that a given measure is legislative or executive simply by reference to the way in which was adopted, but provides no touchstone for ascertaining whether the procedure for adoption affords the necessary guarantees of democratic legitimacy having regard to the content and scope of the act*".

[57] Causa 240/90, *Germania c. Commissione*, 27 ottobre 1992, in *Racc*., 1992, I-5383, par. 36; causa C-417/93, *Parlamento c. Consiglio*, 10 maggio 1995, in *Racc*., 1995, I-1185, par. 30; causa C-153/93, *Parlamento c. Commissione*, 13 luglio 1995, in *Racc*., 1995, p. I-2019, par. 18.

[58] Corte di Giustizia, sentenza 17 dicembre 1970, causa 25/70, Köster, in ECR, 1161, par. 6.

L'assenza di criteri rigidamente predeterminati idonei a distinguere tra la normativa quadro e le misure di esecuzione ha determinato una frequente incertezza operativa che di fatto ha pregiudicato la celerità dell'intera procedura.

Oltre a ciò, la difficoltà di ricondurre le regole nell'ambito del primo piuttosto che del secondo livello ha spesso implicato la emanazione di direttive di primo livello contenenti disposizioni dettagliate, con conseguente pregiudizio per l'intera procedura delineata nell'ambito del Rapporto dei Saggi.

Per ovviare a tale rischio, la Commissione ha sottolineato l'esigenza di svolgere i rispettivi lavori in parallelo, al fine di ottenere un migliore coordinamento e una maggiore tempestività.

La scelta dello strumento legislativo destinato a contenere la normativa quadro è determinante anche rispetto all'obiettivo di realizzare un mercato europeo integrato.

A tal fine, si è più volte sollecitato l'utilizzo dello strumento del regolamento, il quale, in quanto atto normativo direttamente applicabile, non determina incertezze nella trasposizione e facilita la armonizzazione della disciplina emanata a livello europeo presso gli Stati membri.

Sezione II – Seconda fase: la normativa di dettaglio e la comitologia

3. Struttura e problematiche connesse alla seconda fase

Il livello 2 previsto dal Rapporto dei Saggi impone il ricorso alla modalità decisionale della comitologia al fine di porre in essere la normativa di dettaglio delineata nelle linee generali, come detto, al livello 1.

Prima di analizzare la dinamica di questa fase e le problematiche che vi si correlano, si deve premettere che il Rapporto si discosta, sotto alcuni profili, dalla procedura ordinaria della comitologia.

Di conseguenza, sotto il profilo del metodo, si dovrà procedere anzitutto analizzando le linee generali ed il funzionamento dell'istituto e, successivamente, evidenziandone le peculiarità con riguardo al metodo Lamfalussy.

In via generale, la procedura della comitologia[59] prevede che, ai sensi dell'art. 202 TCE, la Commissione, previa delega del Consiglio e con l'assistenza e sotto la sorveglianza di uno o più comitati, adotti misure di esecuzione di provvedimenti legislativi.

La Decisione del Consiglio 1999/468/CE del 28 giugno 1999 suddivide la procedura in tre fasi: l'iniziativa; la consultazione dei comitati e l'adozione della misura.

L'iniziativa, che consiste nella preparazione di un progetto relativo alla misura esecutiva, spetta alla Commissione, essendo questa, come detto, la istituzione incaricata della esecuzione del diritto comunitario, ai sensi degli artt. 202 e 211 TCE. Qualora la proposta abbia un elevato contenuto tecnico, la Commissione può acquisire il parere di comitati di esperti governativi o di rappresentanti di interessi.

Successivamente, il comitato competente per materia viene convocato in una riunione dove possono eventualmente partecipare, oltre ai rappresentanti degli Stati membri e al funzionario della Commissione, che presiede la riunione, esperti o

---

[59] Sulla comitologia, cfr., per tutti, M. SAVINO, *I comitati dell'Unione europea – La collegialità amministrativa negli ordinamenti compositi*, Giuffrè, 2005, p. 103 e ss.; v. anche M.L. TUFANO, *La comitologia e le misure di esecuzione degli atti e delle politiche comunitarie*, in *Il Diritto dell'Unione europea*, n. 1, 2008, p. 149 e ss.; A. PRETO, *La nuova comitologia: prime note alla decisione 1999/468/CE del Consiglio 28 giugno 1999 recante modalità per l'esercizio di competenze di esecuzione conferite alla Commissione*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 1999, p. 1502 e ss.; G. TIBERI, *La riforma della "comitologia"*, in *Quaderni costituzionali*, 2000, p. 469 e ss.; K. LAENAERTS, A. VERHOEVEN, *Towards a Legal Framework for Executive Rule – Making in the EU? The contribution of the new comitology decision*, in *37 C.M.L. Rev.*, 2000, p. 645.

rappresentanti delle categorie economiche e sociali che abbiano specifiche competenze in materia.

Prima della deliberazione del parere, che può avvenire all'esito di una votazione ovvero per semplice constatazione, da parte del Presidente, della esistenza della unanimità dei consensi, si svolge una discussione nella quale le delegazioni degli Stati membri chiedono chiarimenti sulle modalità di applicazione della misura o propongono modifiche alla stessa.[60]

Terminata la consultazione formale, il comitato può assumere la qualifica di gruppo di lavoro e monitorare, attraverso lo scambio di dati tra i componenti del comitato, il settore oggetto dell'intervento regolatorio, al fine di rilevare eventuali problemi di applicazione della misura e proporre modifiche della stessa.

Acquisito il parere del comitato, la Commissione adotta formalmente l'atto con la procedura scritta, ovvero con la procedura di abilitazione o di delegazione orizzontale o, infine, con la procedura di approvazione a seguito di discussione e votazione.

Dopo aver sommariamente descritto lo svolgimento della procedura operativa della comitologia, occorre ora evidenziare le peculiarità che caratterizzano la seconda fase del metodo Lamfalussy e che consistono, principalmente, nell'intervento di due comitati appositamente istituiti dalla Commissione nel giugno del 2001.

Secondo quanto previsto dal Rapporto dei Saggi, nella fase di emanazione della normativa di dettaglio la Commissione è affiancata dal *Committee of European Securities Regulators* (CESR), composto dai responsabili degli organismi nazionali di regolazione e supervisione sui mercati finanziari, e dallo *European Securities Committee* (ESC), composto da rappresentanti degli Stati membri, nominati tra esponenti di alto livello dei governi degli Stati membri; entrambi tali comitati, come si vedrà in seguito, sono stati istituiti dalla Commissione nel giugno 2001.

Mentre il CESR ha natura tecnica ed agisce come comitato di consulenza indipendente ed estraneo dalla procedura della comitologia, l'ESC ha natura politica e,

---

[60] Poiché i tempi imposti dalla procedura per giungere alla deliberazione del parere sono piuttosto ristretti, accade frequentemente che la delegazione di Stati ponga la Commissione di fronte ad un'alternativa: non prendere in considerazione l'obiezione sollevata dallo Stato membro oppure rinviare al momento del voto la ricerca di una soluzione giuridica adeguata alla questione. Di regola, se la proposta di modifica avanzata dallo Stato membro riflette un serio problema di attuazione della misura, la Commissione tende ad accoglierla, in conformità al principio di leale cooperazione sancito dall'art. 10 TCE. Sul punto, v. M. SAVINO, cit.

in qualità di comitato di regolamentazione, fornisce un apporto consultivo alla Commissione sulle proposte legislative in materia finanziaria e sulle questioni di *policy*.

In breve, la seconda fase si articola nel modo seguente.

La Commissione, sentito l'ESC, richiede al CESR un parere tecnico sulla nuova regolamentazione.

Quest'ultimo, a sua volta, si consulta con gli operatori del mercato e con i consumatori avvalendosi di procedure predefinite e trasparenti.

Successivamente la Commissione, dopo aver esaminato il documento predisposto dal CESR, sottopone la proposta di regolamentazione all'ESC; se quest'ultimo non la approva, è necessario che su di essa si pronunci il Consiglio europeo.

Il Consiglio ha l'obbligo di pronunciarsi entro il termine massimo di tre mesi.

In caso di parere negativo di quest'ultimo, la Commissione ha tre possibilità: modificare la proposta; sottoscrivere nuovamente quella iniziale; abbandonare la proposta avente ad oggetto le misure di esecuzione e presentare una proposta di legge sulla base della procedura ordinaria, avvalendosi dei poteri alla medesima conferiti dal Trattato.[61] In quest'ultimo caso, la proposta di misure esecutive è sostituita da un progetto di direttiva o di regolamento.

Viceversa, se il Consiglio non si pronuncia entro il termine, la proposta si considera approvata e verrà adottata dalla Commissione.

Al fine di assicurare un equilibrio istituzionale, nel corso della seconda fase della procedura il Parlamento europeo viene tenuto informato sullo stato dei lavori e può adottare una risoluzione, qualora ritenga che le misure in corso di approvazione non rispettino i criteri concordati nella prima fase. In tale ipotesi, la Commissione deve riconsiderare la sua proposta, tenendo in dovuto conto la posizione espressa dal Parlamento.

---

[61] L'art. 211 TCE attribuisce infatti alla Commissione l'esercizio del generale potere di iniziativa per lo sviluppo della integrazione europea. In particolare, determinante è il suo potere di iniziativa nella procedura di formazione degli atti normativi comunitari: l'art. 250 TCE stabilisce che il Consiglio possa emendare la proposta della Commissione nel solo caso in cui deliberi all'unanimità, salva l'ipotesi della procedura di codecisione disciplinata dall'art. 251. La Commissione, inoltre, può modificare la propria proposta in ogni fase della procedura di adozione di un atto comunitario, fintanto che il Consiglio non abbia deliberato. Sui poteri della Commissione, cfr.

Dopo aver sommariamente delineato la procedura di approvazione delle misure di esecuzione, è ora opportuno cercare di individuare vantaggi e svantaggi della scelta di affidare la emanazione di misure esecutive alla procedura della comitologia.

4. Il difficile equilibrio tra le Istituzioni: il ruolo della Commissione

La fase normativa descritta nel Rapporto Lamfalussy pone anzitutto il problema di individuare il difficile equilibrio tra le Istituzioni che vi sono coinvolte.

Mentre, infatti, il livello 1 prevede l'effettiva partecipazione di Parlamento, Consiglio e Commissione al processo di individuazione di principi generali e linee guida dell'intervento legislativo, il livello 2 è prevalentemente affidato all'azione della Commissione, coadiuvata dai comitati.

Una delle questioni poste dalla comitologia è proprio quella della forte influenza esercitata dalla Commissione nei confronti dei comitati di cui si avvale, che, pur costituiti dal Consiglio, finiscono per rappresentare lo strumento attraverso il quale la prima si svincola dal controllo esercitato dal secondo ed orienta la decisione in modo da far valere interessi di rango sovranazionale.[62]

A ben vedere, la peculiarità della procedura Lamfalussy consiste proprio nel fatto che i comitati competenti, il CESR e l'ESC, sono entrambi stati nominati dalla Commissione, con la conseguenza che, almeno apparentemente, a quest'ultima sembra interamente affidata la fase di esecuzione della normativa-quadro.

Non si devono, poi, trascurare il ruolo determinante che i soggetti privati, destinatari della regolazione, rivestono nell'ambito dell'attività del primo di tali comitati e le conseguenze che tale partecipazione comporta all'interno della procedura.

Al fine di valutare l'effettiva incidenza di tali comitati nella attività di produzione della regolazione e l'eventuale influenza della Commissione, o di altra istituzione, sui comitati stessi, è opportuno soffermarsi brevemente sulla struttura, sulla organizzazione e sul funzionamento del CESR e dell'ESC.

---

[62] Sulla questione, v. M. SAVINO, *I comitati dell'Unione europea*, cit., p. 104. Secondo l'A., la circostanza che i comitati siano costituiti dal Consiglio e che, al contempo, costituiscano lo strumento di controllo della Commissione delle misure esecutive determina un paradosso, che, peraltro, si spiega considerando la naturale tendenza dei segretariati internazionali e dei burocrati nazionali a creare reti transgovernative sottratte al controllo dei parlamenti e dei governi statali, nonché alle Istituzioni sovranazionali.

4.1 Il *Committee of European Securities Regulators* (CESR).

Il *Committee of European Securities Regulators* (CESR) è un comitato indipendente di regolatori finanziari istituito con decisione della Commissione del 6 giugno 2001 (2001/527/EC) che ha ereditato le proprie funzioni dal *Forum of European Securities Commission* (FESCO).[63]

La struttura organizzativa ed il funzionamento del Comitato sono state in parte rivisitate con decisione della Commissione del 23 gennaio 2009 (2009/77/CE),[64] con la quale la Commissione, prendendo spunto dal processo di revisione della Procedura Lamfalussy contenuto nella Comunicazione del 20 novembre 2007, ha sottolineato l'esigenza di delineare con precisione i poteri dei Comitati consultivi per rafforzarne il ruolo di coordinamento nella materia dei mercati finanziari.[65]

In particolare, il CESR ha il compito di contribuire al comune ed uniforme recepimento della normativa comunitaria ed alla sua coerente applicazione da parte delle autorità di vigilanza nazionali, favorendo il rafforzamento di vincoli fiduciari reciproci.

A tal fine, il Comitato non dispone di poteri normativi a livello comunitario, potendo soltanto promuovere le migliori prassi nazionali e stabilire linee guida non vincolanti, raccomandazioni e *standards* al fine di migliorare la armonizzazione nell'ambito della comunità.

Il CESR, inoltre, partecipa attivamente ai Livelli 2 e 3 dell'approccio delineato dal Comitato Lamfalussy: con riguardo al Livello 2, fornisce un apporto consultivo alla

---

[63] La FESCO era una organizzazione istituita dalla *Statutory Securities Commission of the European Economic Area* (EEA) nel 1997 allo scopo di consentire ai propri membri di cooperare per l'attuazione del mercato interno europeo nel settore dei servizi finanziari istituita. La Commissione perseguiva il proprio scopo elaborando *standards* comuni che completassero la normativa quadro stabilita dalle direttive in materia di servizi finanziari e predisponeva, inoltre, studi specialistici che rappresentavano una utile analisi delle difficoltà riscontrate dalle autorità nazionali di regolazione. I componenti della FESCO, inoltre, sottoscrissero un *Memorandum of Understanding* multilaterale al fine di stabilire le modalità di reciproca cooperazione ed assistenza. Nonostante gli indiscutibili vantaggi, la attività della FESCO presentava alcuni lati negativi: non aveva una investitura ufficiale, essendo stata istituita su base volontaria; la sua attività si fondava sul consenso e le raccomandazioni dalla stessa emanate non erano vincolanti. La tempestiva esecuzione delle decisioni negli Stati membri, inoltre, dipendeva dalla intensità e dalla diversa natura dei poteri esercitati da ciascun regolatore.

Per approfondimenti sulla FESCO, si v. la prima riunione del CESR, 19 settembre 2001; lo Statuto del CESR, approvato nel settembre 2008; il rapporto iniziale del comitato dei saggi.

[64] Disponibile sul sito della Commissione europea, http://ec.europa.eu/index_it.htm.

[65] La revisione della cornice normativa dei comitati coinvolti nella Procedura Lamfalussy venne, peraltro, sollecitata dal Consiglio, nelle conclusioni del 14 maggio 2008 (8515/3/08), al fine di consentire un più efficiente svolgimento delle funzioni ad esse affidate.

Commissione, in particolare nella fase di elaborazione di misure esecutive della normativa-quadro; nell'ambito del Livello 3, invece, assicura una costante implementazione della legislazione comunitaria negli Stati membri, sotto la direzione del Vicepresidente e dei due gruppi operativi denominati CESR-Pol e CESR-Fin.

Come è stato già sottolineato, il Comitato ha natura tecnica: i suoi componenti sono nominati ciascuno da uno Stato dell'Unione tra i Presidenti delle Autorità nazionali competenti in materia di vigilanza finanziaria.[66]

Tale composizione, nel contempo, rende il Comitato espressione di interessi nazionali,[67] il perseguimento dei quali è garantito dalla indipendenza dei suoi membri.

All'interno del Comitato operano diversi *workgroups*: accanto agli *Expert Groups*, che sono di natura temporanea in quanto sono destinati ad essere sciolti al termine del loro mandato, affiancano l'attività del CESR anche i *Permanent Groups* o *Operational Groups*, che hanno il compito di lavorare costantemente al fine di ottenere il rafforzamento della rete di regolatori nazionali in un determinato settore.

In particolare, gli *Expert Groups*, presieduti da un membro del Comitato e composti da esperti nazionali nominati da ciascuno degli Stati membri, agiscono sulla base di mandati conferiti dalla Commissione, sia nell'ambito del Livello 2 che del Livello 3 del metodo Lamfalussy, con la collaborazione degli attori del mercato, dei consumatori e degli utenti finali.

Gli *Expert Groups* adottano procedure aperte e trasparenti, in conformità con quanto previsto dalla *CESR's Agreed Consultation Practices* e i loro membri si fanno portatori non già degli interessi privati delle imprese alle quali i loro componenti appartengono, quanto di interessi di rango sopranazionale.

I *Permanent Groups* sono presieduti da un membro anziano del CESR e la maggior parte delle loro funzioni attiene ai compiti che il Comitato è chiamato a svolgere nell'ambito del Livello 3. A tal fine, i gruppi permanenti emanano *standars*, *guidelines*, raccomandazioni che sono poi recepiti dal CESR ed applicati nell'ambito del Livello 3 della Procedura Lamfalussy.

Oltre a ciò, i *Pemanent Groups* si occupano di rafforzare la cooperazione tra i

---

66 Il Presidente ed il suo Vice sono eletti tra i membri dello stesso Comitato per due anni. Il CESR, inoltre, lavora con il supporto di un segretariato diretto da un segretario generale.

67 I costi relativi alla gestione del Comitato sono interamente coperti dalle autorità nazionali di vigilanza che ne fanno parte.

regolatori nazionali al fine di assicurare una effettiva integrazione dei mercati finanziari.

Oltre al particolare tecnicismo che caratterizza la sua composizione, una ulteriore peculiarità del Comitato riguarda la sua attività, che risente di molteplici influenze da parte di soggetti di varia natura e che, sotto altro profilo, è fortemente ispirata al rispetto del principio di trasparenza.[68]

Sotto il primo profilo, l'attività svolta dal Comitato risente delle influenze che su di esso esercitano due categorie di soggetti: da una parte, il CESR intrattiene innumerevoli rapporti con altri organismi europei ed internazionali, come Istituzioni europee, comitati europei ed Istituzioni internazionali. Dall'altra, tale Comitato si avvale dell'apporto consultivo e propositivo dei privati coinvolti nel processo di regolazione, quali gli operatori del mercato e i consumatori.

In tal modo, le istanze recepite dalle Istituzioni internazionali ed europee confluiscono nel processo di regolazione europeo attraverso i pareri tecnici resi dal Comitato alla Commissione nell'ambito del Livello 2 e, soprattutto, attraverso gli *standards* elaborati nell'ambito del Livello 3 della Procedura Lamfalussy.

Sotto il primo profilo, il CESR ha stretti rapporti con le Istituzioni europee e, in particolare, con la Commissione.

Quest'ultima esercita un penetrante controllo sul Comitato, che le sottopone un rapporto annuale, inviato anche al Parlamento e al Consiglio, sullo stato di avanzamento dei lavori. La Commissione, inoltre, partecipa alla maggior parte delle attività del CESR, indicando gli obiettivi prioritari da raggiungere ed i limiti da rispettare.

Il Comitato deve inoltre tenere costantemente informata la Commissione nel corso della preparazione di una bozza di misure esecutive in materia di valori mobiliari, sia di sua iniziativa che su richiesta della Commissione stessa, che deve peraltro concedere, salvo motivi di urgenza, un termine adeguato per soddisfare la richiesta di comunicazioni.

---

[68] Il CESR si riunisce almeno quattro volte all'anno l'anno in sessione plenaria, nel corso della quale i presidenti delle autorità di regolazione degli Stati membri verificano i progressi e il lavoro svolto dal comitato. Alle riunioni partecipano gruppi di esperti nazionali e un rappresentante della Commissione europea, salvi i casi in cui le discussioni siano relative ad individui o a imprese. I lavori si svolgono secondo procedure aperte e trasparenti: come si vedrà in seguito, nel *Public Statement of Consultation Practices* emanato nel dicembre 2001, il CESR stabilisce le procedure di consultazione con gli attori del mercato, i consumatori e gli utilizzatori finali; tutti i soggetti coinvolti nelle consultazioni sono chiamati a fare in modo che procedura abbia buon esito.

Il Presidente del CESR, inoltre, riferisce regolarmente al Parlamento europeo sulle attività del Comitato, sebbene quest'ultimo e le altre Istituzioni non abbiano di fatto accesso per intero a tali rapporti ed ai verbali delle riunioni.

Il CESR partecipa, inoltre, ad una serie di comitati tecnici, come, ad esempio, l'*Economic and Financial Committee* per l'analisi dei *trend* macroeconomici del mercato finanziario europeo.

Inoltre, insieme al *Committee of European Banking Supervisors* e al *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* fa parte di una rete che ha il compito di preservare la stabilità finanziaria, identificando eventuali rischi e rendendoli noti agli altri comitati e alla Commissione.

Il Comitato fa parte, poi, dell'*Inter-Institutional Monitoring Group*, che ha la funzione di contribuire alla evoluzione del Processo Lamfalussy e coopera con i comitati che agiscono nell'ambito del Livello 3; il *Report of Credit Risk Tranfer* del 2004 è un esempio di tale cooperazione, sollecitata dall'*Economic and Financial Committee*.

Il Comitato assiste, poi, in qualità di osservatore, alle riunioni dei seguenti comitati europei: *Financial Services Committee* (FCS), *European Securities Committee* (ESC), *UCITS Contact Committee*, *Accounting Regulator Committee* (ARC), *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG).

Sempre in qualità di osservatore, il CESR prende parte a vari gruppi di lavoro in materia di regolazione dei mercati finanziari, tra cui i *Forum Groups* istituiti dalla *European Commission on Financial Analysis* e i *Groups on Post-Financial Services Action Plan*.

Al fine di evitare sovrapposizioni di lavoro e di facilitare lo scambio di informazioni, i menzionati comitati fanno parte del *Joint Committee on Financial Conglomerates*.

Con riguardo al rapporto con le Istituzioni internazionali, il Comitato collabora anche con la Banca centrale europea e partecipa ad un *joint group* con lo *European System of Central Banks* (ESCB), al fine di emanare *standards* europei in materia di trasparenza bancaria.

In considerazione della progressiva integrazione dei mercati e dell'esigenza di assicurare un mercato integrato anche con Paesi extraeuropei, inoltre, il CESR, a partire dal 2004, ha avviato una serie di relazioni con l'*US Securities and Exchange*

Commission e l'*US Commodity Futures Trading Commission*.

Non meno rilevante, sotto altro profilo, appare la influenza dei privati nella attività del CESR.

Nel dicembre 2001, il Comitato ha infatti approvato il *Public Statement of Consultation Practices* con l'intento di disciplinare una procedura di consultazione applicabile a tutte le sue attività, comprese quelle relative ai Livelli 2 e 3 del metodo Lamfalussy.

Lo scopo delle consultazioni, come si è visto a proposito del Livello 1, è quello di ottenere il consenso più ampio possibile tra i destinatari della regolazione in ordine alle misure adottate, affinché le regole prodotte siano largamente condivise e, di conseguenza, effettive.

La partecipazione degli utilizzatori finali, degli operatori del mercato e dei consumatori conferisce, inoltre, un valore aggiunto alle regole prodotte sotto il profilo tecnico; circostanza, questa, di indubbio rilievo soprattutto in una materia, come quella dei mercati finanziari, fortemente caratterizzata da una elevata *expertise*.

La consultazione, inoltre, è utile strumento di emersione delle istanze dei soggetti destinatari della regolazione e fonte di soluzioni alternative alle soluzioni prospettate, nonché campo di prova della utilità delle misure adottate.

Il Comitato pone l'accento sulla necessità di promuovere la cooperazione tra la Commissione e gli altri soggetti coinvolti nella procedura, nonché sulla esigenza di proporre un approccio flessibile alla consultazione, finalizzato al raggiungimento dell'obiettivo di volta in volta prefissato.

Il CESR ha sottolineato l'importanza che vengano chiamati ad esprimere la propria opinione tutte le parti interessate, compresi gli operatori del mercato, consumatori ed utenti finali;[69] la consultazione dovrà coinvolgere sia il livello nazionale che quello europeo ed internazionale.

In particolare, le procedure di consultazione sono così articolate.

All'inizio dell'anno, il Comitato pubblica un programma annuale, così che le parti interessate possano esserne a conoscenza.

---

[69] Secondo quanto affermato nel *Public Statement of Consultation Practices*, la Commissione ha rilevato la necessità che tutti i soggetti interessati siano coinvolti "*to play a co-operative game*", in particolare al Livello 2 della procedura, nell'ambito del quale il lavoro del Comitato segue le linee guida dettate dalla Commissione.

Successivamente, dopo aver reso noto il mandato ricevuto dalla Commissione, il Comitato organizza una discussione preliminare con coloro i quali potrebbero essere coinvolti nella consultazione; i risultati di tale discussione preliminare consentono, poi, alla Commissione di modificare la proposta.

La proposta è fondata su una analisi della materia e degli obiettivi da raggiungere, corredata, ove possibile, da informazioni statistiche e valutazioni sull'eventuale impatto della misura da adottare, nonché dalle considerazioni di gruppi di lavoro composti da esperti in materia.

Ai soggetti che partecipano alla consultazione deve, poi, essere concesso un adeguato termine per formulare le risposte, che, per le materie più complesse, può essere prorogato fino a tre mesi.

Per le consultazioni può essere utilizzata una ampia varietà di mezzi di comunicazione, comprese le pubbliche audizioni, le tavole rotonde ed Internet, il cui uso viene incoraggiato ed agevolato al fine di migliorare l'efficienza della regolazione.

Il Comitato darà la debita considerazione alle risposte ricevute, rendendole pubbliche.

Una debolezza del CESR consiste nel fatto che i suoi componenti non hanno eguale autorità nell'ambito dello sviluppo delle proposte negoziate da istanze plurime; ciò risulta evidente, in particolare, nella non uniforme esecuzione degli *standards* e delle regole prodotte a livello europeo, circostanza che potrebbe comportare effetti distorsivi del mercato.

4.2 L'*European Securities Committee* (ESC).

L'*European Securities Committee* (ESC), istituito con decisione della Commissione del 6 giugno 2001[70], è un comitato indipendente che ha assunto le funzioni proprie dell'*High Level Securities Supervisors Committee* (HLSSC), gruppo non istituzionale istituito dalla Commissione europea nel 1985 al fine di assistere e fornire una

[70] Commissione europea, *Decision establishing the European Securities Committee* (COM(2001) 1493, 6 giugno 2001). Per approfondire la struttura ed il funzionamento dell'ESC, v. il sito http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esc/index_en.htm.

consulenza alla Commissione nella materia dei mercati finanziari, nonché di contribuire allo sviluppo della relativa disciplina europea.[71]

L'ESC svolge nell'ambito della regolazione dei mercati finanziari sia funzioni consultive che normative, al fine di rendere più spedito il processo di regolazione per i mercati finanziari europei e per renderlo più flessibile ed efficiente.

Sotto il primo profilo, in particolare, l'ESC può essere consultato dalla Commissione in ordine agli obiettivi di politica economica, e non solo, nell'ambito del Livello 1 della procedura Lamfalussy; tale comitato può, dunque, influire sulla determinazione dei contenuti della normativa quadro, contenente le linee guida e i principi generali della regolazione.

Sotto il secondo profilo, inoltre, l'ESC svolge la funzione dei comitati di regolazione disciplinati dalla decisione comitologia 1999/468/CE; a tal fine, assiste la Commissione nella adozione di misure esecutive ai sensi dell'art. 202 TCE.

In considerazione di tale duplice funzione, sotto il profilo della natura giuridica l'ESC è stato definito comitato "a doppio cappello"[72]: nella veste di comitato consultivo della Commissione nell'ambito del Livello 1 della Procedura, l'ESC è riconducibile al novero degli *expert committees*; viceversa, nell'ambito della fase 2, il Comitato agisce come *comitology committee*, assistendo la Commissione nell'esercizio dei poteri di esecuzione conformemente alla procedura di comitato prevista dalla predetta decisione 1999/468/CE.

Il ruolo dell'ESC nell'ambito del Livello 2 della procedura è particolarmente rilevante, essendo la adozione della nuova regolamentazione subordinata alla sua approvazione; viceversa, in caso di parere negativo del Comitato, la proposta della Commissione dovrà essere approvata dal Consiglio europeo.

Da tale disposizione, che potremmo definire come una "clausola di salvaguardia" delle istanze nazionali, si desume l'esigenza che il Consiglio controlli la procedura di

---

[71] L'HLSSC era composto dai rappresentanti delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari degli Stati membri, dai ministri delle finanze e dalle banche centrali; il presidente del Comitato era un membro della Commissione. La differenza più marcata con l'ESC consiste proprio nel fatto che la funzione consultiva dell'HLSSC non si limitava a questioni tecniche, come invece avviene per il suo successore, l'ESC, ma aveva ad oggetto tutti i vari aspetti della disciplina normativa dei mercati finanziari. Sul punto, v. K. ALEXANDER, *Establishing a European Securities Regulator: Is the European Union an Optimal Economic Area for a Single Securities Regulator?, Working Paper* n. 7, Cambridge, 2002.

[72] In tal senso, v. M. SAVINO, *I comitati dell'Unione europea*, cit., p. 300.

emanazione della normativa di dettaglio sia indirettamente attraverso un organo intergovernativo come l'ESC, sia direttamente in caso di parere negativo di quest'ultimo.

Il Comitato è infatti composto da 27 membri ed altrettanti sostituti che rappresentano gli Stati dell'Unione e sono designati nell'ambito del Ministero del Tesoro o delle Finanze dei vari Paesi;[73] è presieduto da un esponente della Commissione, che partecipa ai lavori in qualità di osservatore insieme ad esperti nominati dalla Commissione stessa, ai membri della Banca centrale europea e i Paesi dell'EFTA.

Il Consiglio esercita un controllo, sia pure indiretto, sulla attività del Comitato: quest'ultimo, infatti, invia al primo l'agenda delle riunioni, il resoconto delle stesse e il risultato delle eventuali votazioni, nonché la lista delle autorità di regolazione che lo compongono.

L'attività dell'ESC è strettamente legata a quella del CESR, il cui presidente partecipa alle riunioni del Comitato come osservatore; i due comitati, del resto, collaborano nell'ambito del Livello 2 della Procedura Lamfalussy.

5. (Segue) Il ruolo del Parlamento

Il ruolo del Parlamento nell'ambito della comitologia si è affermato solo progressivamente.

Nell'ambito del Trattato di Roma, il potere di normazione esecutiva è "*shared by the Commission and the Council, in order to keep the intergovernmental ingredient under the control of the supranational one and* vice versa".[74]

I primi comitati consultivi, costituiti da rappresentanti di Governi nazionali, nascono infatti negli anni Sessanta con l'intento di affiancare la Commissione, a sua volta portatrice di istanze sopranazionali, nell'esercizio dei poteri normativi di dettaglio che le erano stati delegati dal Consiglio.

---

[73] L'estrazione dei componenti dell'ESC influisce anche sulla natura del Comitato: mentre, infatti, il CESR è composto dai responsabili degli organismi nazionali di regolazione e supervisione sui mercati finanziari ed assume, quindi, un ruolo tecnico, i membri dell'ESC sono rappresentanti degli Stati membri, nominati tra esponenti di alto livello dei governi degli Stati membri, conferendo quindi al Comitato una veste politica.

[74] S. CASSESE and G. DELLA CANANEA, *The Commission of the European Economic Community: the Administrative Ramifications of its Political Development (1957 – 1967)*, in E.V. Heyen (ed.), *Annuario per la storia amministrativa europea – Gli inizi dell'amministrazione comunitaria europea*, Baden-Baden, Nomos, 1992.

In altri termini, tali comitati avrebbero dovuto costituire uno strumento di controllo del Consiglio sull'operato della Commissione, affinché la delega di poteri non pregiudicasse il principio della amministrazione indiretta.

La legittimità della comitologia e, in particolare, dei comitati ai quali erano state affidate funzioni di gestione e di regolamentazione, è stata a lungo posta in dubbio dal Parlamento europeo, il quale sosteneva, in primo luogo, la impossibilità di conferire a tali comitati alcun potere di decisione formale, dovendosi, invece, ridurre il loro apporto ad un potere meramente consultivo e non vincolante.

In secondo luogo, il Parlamento rivendicava un ruolo consultivo nelle stesse fasi in cui il Consiglio interviene direttamente.[75]

Contrariamente a quanto sostenuto dal Parlamento, la Corte di giustizia, nella decisione *Köster*,[76] sancì la legittimità dei comitati interpretandone formalisticamente i poteri ed affermando che essi non modificano l'equilibrio istituzionale, in quanto non sono titolari di poteri di decisione.

La pronuncia della Corte di giustizia e la decisione-quadro sulla comitologia, approvata dal Consiglio dei Ministri degli Affari esteri il 13 luglio 1997 e destinata a dare esecuzione all'art. 202 TCE, segnarono la vittoria politica ed istituzionale del Consiglio sul Parlamento: non vennero soppressi i comitati di regolamentazione ed al Parlamento non venne attribuita alcuna funzione consultiva rispetto alle misure rimesse al Consiglio.

Il Parlamento, tuttavia, proseguì nella opposizione alla politica del Consiglio in materia, dapprima concludendo accordi con la Commissione che la obbligavano ad inviare a scopo informativo al Parlamento le bozze delle misure di esecuzione e, successivamente, condizionando l'operato del Consiglio attraverso l'impiego dei poteri acquisiti con la procedura di codecisione.

---

[75] Cfr. la risoluzione adottata in sessione plenaria il 3 ottobre 1968, pubblicato in Guce C 108, 1968, p. 1. V. anche la risoluzione del Parlamento del 20 dicembre 1961, nella quale l'Istituzione si era fermamente opposta alla privazione dei poteri conferiti alla Commissione dal Trattato e la risoluzione del 17 ottobre 1967, con la quale il Parlamento aveva rivendicato il diritto di essere consultato su tutti i testi che prevedevano l'introduzione di alcune procedure di comitato. Per una analitica disamina delle iniziative assunte dal Parlamento in materia, P. BRADLEY, *The European Parliament and Comitology: On the Road to Nowhere?*, in *European Law Journal*, 1997, vol. 3, p. 230 e ss.; C. REICH, *Le Parliament européen et la "comitologie"*, in *Revue du marché commun*, 1990, p. 319 e ss.

[76] Causa 25/70, disponibile sul sito www.europarl.europa.eu.

Infine, dopo l'accordo informale tra le tre Istituzioni siglato nel dicembre 1994 finalizzato a sbloccare la *impasse* che si era venuta a creare, con la decisione del Consiglio 1999/468/CE, adottata il 28 giugno 1999, viene attribuito al Parlamento il potere di partecipare alla procedura di regolamentazione e di esercitare un controllo di legalità per prevenire l'adozione di misure *ultra vires*, vale a dire misure eccedenti i poteri conferiti alla Commissione dalla normativa di base; si tratta, in altre parole, di un controllo di legalità e non di merito avente ad oggetto le misure esecutive.

A tal fine, il Parlamento deve essere tenuto costantemente informato in ordine al lavoro svolto dalla Commissione, attraverso la possibilità di consultare gli ordini del giorno, le bozze, i risultati delle votazioni, i verbali delle riunioni, l'elenco dei presenti.

Se quest'ultimo ritiene che le bozze delle misure sottoposte dalla Commissione eccedono i poteri esecutivi che le sono attribuiti dalla normativa quadro, la Commissione è chiamata ad esaminare nuovamente la sua proposta.

Il Consiglio, invece, nei casi in cui lo ritenga opportuno, può pronunciarsi sulle misure esecutive proposte dalla Commissione; qualora non condivida la opinione del Parlamento, il Consiglio può comunque adottare le misure proposte, ovvero opporvisi.
In quest'ultimo caso, la Commissione è tenuta a riesaminare la bozza.

A ben vedere, quindi, la decisione sulla comitologia non colloca Parlamento e Consiglio su un piano di parità, poiché non riconosce al primo i poteri decisionali attribuiti in via eventuale al secondo qualora la misura non sia stata approvata dal comitato di gestione o di regolamentazione.

Inoltre, nell'ambito dell'ESC e del CESR, che senza dubbio condizionano l'esito della procedura di regolamentazione, non sono presenti rappresentanti del Parlamento europeo, mentre i medesimi sono presieduti da un rappresentante della Commissione e la loro attività è sottoposta alla vigilanza del Consiglio.

Ciò sembra giustificato "*not by the fact that the Council as legislator must be able of supervise the process of implementation, but by the fact that the Council brings together the Member States, which, according to the logic of executive federalism, must be able to take part in the process*".[77]

---

[77] K. LENAERTS, A. VERHOEVEN, *Towards Legal Framework for Executive rule-making in the EU? The Contribution of the New Comitology Decision*, in *Common Market Law Review*, 2000, vol. 37, n. 3, *passim*.

In altre parole, il Consiglio, in quanto sede di rappresentanza degli interessi nazionali, è legittimato, a differenza del Parlamento europeo, all'esercizio del potere esecutivo europeo.

Si deve, peraltro, sottolineare come in ambito europeo non sia riconosciuto il principio della separazione dei poteri, né sussiste una separazione organica tra gli stessi poteri.

Il Parlamento, inoltre, è l'Istituzione deputata a garantire un controllo ed una partecipazione democratica adeguati in relazione al processo di regolazione.

Tale circostanza assume particolare rilievo soprattutto nell'ambito della regolazione dei mercati finanziari, dove maggiormente sentita è l'esigenza di realizzare una dialettica tra le Istituzioni al fine di predisporre una regolazione armonica e condivisa, che si faccia portatrice di tutti gli interessi in gioco.

Il Parlamento continuò a sollecitare[78] una maggiore cooperazione con la Commissione.

In particolare, quest'ultima avrebbe dovuto impegnarsi a sottoporre al Parlamento le misure di esecuzione della legislazione quadro ed eventualmente a riconsiderarle, qualora il Parlamento le avesse ritenute non conformi ai principi fissati nell'atto di primo livello. In caso di urgenza, si proponeva il raggiungimento di una soluzione condivisa all'interno di una riunione interistituzionale composta da rappresentanti di Parlamento, Consiglio e Commissione.

Nel medesimo documento si chiedeva, inoltre, una maggiore trasparenza, attraverso la possibilità per il Parlamento di accedere a tutti i documenti della fase di *drafting* e di implementazione della legislazione.

Infine, nel 2006, una decisione del Consiglio ha modificato la procedura *Comitology* introducendo, nell'ambito del livello 2, la cosiddetta "regolamentazione con controllo": la Commissione, assistita dall'ESC, elabora i progetti di misure da presentare al Parlamento Europeo ed al Consiglio prima della loro adozione.

Tale procedura consente al Parlamento o al Consiglio, nel termine di tre mesi, di opporsi all'adozione di un progetto della Commissione qualora questo ecceda le competenze di esecuzione previste dall'atto di conferimento, ovvero nel caso in cui la

---

[78] Parere PE 304-301 del 17 gennaio 2002 sull'implementazione della legislazione sui servizi finanziari, reso dalla Commissione Affari economici e monetari.

misura adottata non sia compatibile con lo scopo e il contenuto dell'atto che ha conferito le competenze di esecuzione; infine, nelle ipotesi in cui non rispetti i principi di sussidiarietà o di proporzionalità.

La Commissione, in caso di opposizione delle istituzioni, è obbligata a riconsiderare la proposta avente ad oggetto la misura di esecuzione; viceversa, decorso il termine per la opposizione, le misure proposte saranno approvate.

Tuttavia, per "imperativi motivi di urgenza" la Commissione, dietro parere positivo del Comitato dei rappresentanti degli Stati, può adottare le misure proposte, ferma restando la eventuale opposizione di Parlamento e Consiglio entro un mese.

Questa nuova procedura dovrebbe porre, quindi, Parlamento e Consiglio in una posizione di sostanziale parità nel controllo sulle competenze esercitate dalla Commissione e dai Comitati; di fatto, come si vedrà, il Consiglio riveste tuttora un ruolo predominante nei reciproci rapporti tra Istituzioni.

6. (Segue) Il ruolo del Consiglio

Dalla analisi svolta si giunge alla conclusione che uno dei principali costi della comitologia è rappresentato dalla netta predominanza della influenza del Consiglio su quella del Parlamento e dal conseguente squilibrio tra le Istituzioni.

In particolare, in seguito alla adozione della clausola cd. *aerosol*, in virtù della quale la Commissione si è impegnata a non opporsi alle posizioni predominanti in seno al Consiglio al momento della adozione di misure esecutive, il Consiglio ha di fatto acquisito un diritto di veto in relazione alle misure stesse, mentre nessun corrispondente diritto di controllo democratico è riconosciuto al Parlamento.

Tale prerogativa viene utilizzata dal Consiglio, ad esempio, nell'ambito del Comitato di regolamentazione qualora gli Stati membri non raggiungano la maggioranza richiesta: la Commissione può, infatti, adottare in via definitiva le misure di esecuzione, a meno che il Consiglio non vi si opponga a maggioranza qualificata.[79]

Non può, inoltre, trascurarsi l'influenza che il Consiglio esercita sul CESR, che, come detto, rappresenta, in misura ridotta, i componenti dei governi degli Stati membri.

---

[79] Cfr. art. 5, decisione 1999/468/CE.

Un siffatto squilibrio istituzionale, oltre a contrastare con gli auspici espressi dalla Commissione nel Libro Bianco sulla Governance europea, è incompatibile con lo spirito della procedura di codecisione, che pone sullo stesso piano Consiglio e Parlamento.[80]

Per limitare gli effetti di tale squilibrio, peraltro endemico alla stessa procedura Lamfalussy, è stata prevista l'introduzione in tutte le direttive di primo livello della *sunset clause*.

Tale clausola stabilisce la decadenza dei poteri di adozione delle misure di esecuzione di Livello 2 qualora la Commissione non li eserciti entro quattro anni dalla entrata in vigore della direttiva, a meno che il Parlamento e il Consiglio non convengano esplicitamente di prorogarli, su proposta della Commissione, applicando la procedura di codecisione.[81]

La previsione della decadenza, tuttavia, potrebbe vanificare la portata degli interventi *medio tempore* realizzati, nonché pregiudicare le esigenze di celerità della procedura.

L'introduzione della *sunset clause* è senza dubbio frutto di una soluzione di compromesso tra le autorità comunitarie: se, infatti, da una parte le prerogative del Parlamento sono state potenziate con la procedura di codecisione, dall'altra si sono limitati i poteri della Commissione e del Consiglio in relazione alla emanazione di misure esecutive, al fine di impedire che venissero riversate nella normativa primaria anche le regole attuative e di dettaglio e che i Livelli 1 e 2 finissero per confondersi.

---

[80] Nella Dichiarazione formale a nome della Commissione europea, pronunciata da Romano Prodi il 5 febbraio 2002, si è affermato che le responsabilità esecutive della Commissione "vanno meglio definite e che il Consiglio e il Parlamento dovranno avere gli stessi compiti di controllo sul modo in cui la Commissione esercita tale mandato". Il dibattito sulla Governance europea, avviato dalla Commissione nel suo Libro Bianco del luglio 2001, riguarda l'insieme delle regole, delle procedure e delle prassi attinenti al modo in cui i poteri sono esercitati in seno all'Unione europea, al fine di colmare il deficit democratico delle Istituzioni. Il rafforzamento della governance si realizza anche con un miglioramento della qualità della legislazione europea, della sua efficacia e semplicità.

[81] La clausola così prescrive: "restando impregiudicate le misure di esecuzione già stabilite, al termine di un periodo di quattro anni dalla sua entrata in vigore l'applicazione delle disposizioni della seguente direttiva che prevedono l'adozione di disposizioni tecniche e di decisioni secondo la procedura di cui all'art. (…), attraverso (la disposizione che rinvia alla decisione 1999/468/CE in ciascuno degli atti legislativi) è sospesa. Il Parlamento europeo e il Consiglio, su proposta della Commissione, rinnovano, sulla base della procedura di cui all'art. 251 del Trattato, le disposizioni in questione e, a tal fine, le riesaminano prima della scadenza del periodo suddetto." Si veda la risoluzione del Parlamento europeo, 2001/2247 (INI), in GUCE C 248 E/115.

7. Il ruolo dei privati e la partecipazione alle decisioni pubbliche

Il Rapporto dei Saggi sottolinea l'importanza del contributo dei privati rispetto all'obiettivo di realizzare un mercato comune integrato dei valori mobiliari.

In particolare, tali soggetti rivestono un ruolo significativo nella riduzione delle inefficienze del settore finanziario, quali sono, ad esempio, gli eccessivi costi del commercio di valori mobiliari nell'Unione europea, e collaborano con le autorità di regolazione al fine di potenziare la fiducia dei consumatori nel commercio al dettaglio oltre i confini nazionali.

I privati, inoltre, assistono la Commissione europea nella rimozione delle barriere commerciali a livello internazionale e garantiscono la tempestiva ed uniforme attuazione della normativa emanata al Livello 2 della procedura Lamfalussy.

Accanto a tale forma di partecipazione "a valle" della regolazione, il contributo decisamente più rilevante dei privati consiste nel diritto ad essere sentiti nelle fasi iniziali del procedimento di formazione delle norme.

Come si è visto, il CESR indice pubbliche consultazioni sia nel procedimento di adozione di pareri relativi al Livello 2, destinati alla Commissione europea nell'ambito della definizione della normativa comunitaria di secondo livello, sia in occasione della emanazione, nell'ambito del Livello 3, di *standards*, linee guida e raccomandazioni finalizzati ad uniformare le modalità di interpretazione e di recepimento da parte degli Stati nazionali.

Le consultazioni pubbliche costituiscono, dunque, uno strumento che consente ai destinatari della regolazione di partecipare alla elaborazione stessa delle regole, con tre rilevanti conseguenze.

In primo luogo, l'apporto diretto degli operatori del mercato consente alla Amministrazione una migliore conoscenza dei fatti e degli interessi sui quali essa deve basare le sue scelte.[82]

---

[82] S. CASSESE, *La partecipazione dei privati alle decisioni pubbliche – Saggio di diritto comparato*, lezione tenutasi presso la Facoltà di Scienze Politiche dell'Università degli Studi della Tuscia l'11.12.2006

In altre parole, la partecipazione dei privati nel procedimento di formazione delle regole favorisce l'emersione delle loro esigenze, che dovranno essere prese in debita considerazione dalle Istituzioni al fine di creare *standards* seguiti e condivisi.

Il carattere tecnico delle osservazioni rese dai privati, dotati di una elevata *expertise* in materia, in relazione al potenziale impatto della regolazione e alle possibili alternative, attribuisce infatti alle regole prodotte una qualità elevata tale da potersi adeguare alle mutevoli esigenze del mercato e riscuotere la fiducia e il consenso del maggior numero possibile di imprese destinatarie.

Sotto questo profilo, dunque, la partecipazione dei privati al procedimento di regolazione garantisce l'effettività degli *standards* prodotti.

In secondo luogo, il diritto dei privati di essere sentiti consente di far valere le loro ragioni fin dalla fase preparatoria della decisione, oltre che nell'eventuale giudizio che sorga nella fase successiva di applicazione delle regole.

Per tale motivo, viene data piena esecuzione al principio del giusto procedimento e al principio del contraddittorio, in modo che la decisione della autorità amministrativa sia più equa.

Il principio partecipativo a livello europeo, peraltro, pur conformandosi strutturalmente agli schemi degli ordinari procedimenti amministrativi nazionali, presenta caratteristiche di una certa peculiarità, in relazione alle specifiche finalità perseguite, tanto da lasciar emergere, rispetto a quelli, non trascurabili diversità sostanziali.

Come è stato autorevolmente affermato[83], esso non si atteggia soltanto in funzione di una tutela dei diritti dei soggetti destinatari del risultato dell'attività procedimentale, ma in funzione del soddisfacimento di una duplicità di interessi concorrenti: quello degli organismi privati e quello degli Stati.

Tale principio, dunque, rileva soprattutto come interesse ad un risultato negoziato tra istanze plurime, che coinvolgono anche l'interesse dei soggetti privati.

---

[83] Sulla problematica della partecipazione al procedimento di formazione delle regole globali, per tutti, S. CASSESE, *Globalizzazione e "rule of law": esiste uno "stato di diritto" oltre lo stato?*, in ID., *Oltre lo Stato*, Roma-Bari, 2006; ID., *Global standards for national administrative procedure*, consultabile sul sito http://law.duke.edu/journals/lcp.

A ciò deve corrispondere un contraddittorio rafforzato, basato su una procedura di *notice and comment*[84], vale a dire un procedimento di elaborazione delle regole che tenga conto, in sede di approvazione finale, delle osservazioni formulate dai soggetti interessati sulla proposta resa precedentemente pubblica; le regole elaborate, dunque, sono frutto di una completa ponderazione di tutti gli interessi in gioco.

In terzo luogo, la partecipazione dei privati alle decisioni pubbliche assicura il coinvolgimento dei privati nel processo decisionale, consentendo così ai destinatari della regolazione, in ossequio al principio democratico, di esprimere la propria opinione nel processo di creazione delle regole.

Da quanto detto deriva che il diritto degli operatori del mercato di contribuire alla elaborazione delle regole delle quali sono essi stessi destinatari si fonda sul precario equilibrio tra i principi di autorità, giustizia e democraticità.

Se la partecipazione soffocasse il principio di autorità, la sfera pubblica incaricata di prendere le decisioni verrebbe privata della propria discrezionalità, vale a dire della facoltà di valutare in modo neutrale gli interessi in gioco.

Se, invece, venisse eccessivamente valorizzato il principio di giustizia, si incorrerebbe in una "overjudicialization" e nella conseguente perdita di efficacia della attività di produzione delle norme.

Se, infine, fosse estremizzato il principio democratico, si giungerebbe al paradossale sacrificio degli interessi della intera collettività a vantaggio di un esiguo gruppo di privati.

Sulla base di tali premesse, occorre ora valutare il peso effettivo della partecipazione degli operatori del mercato nell'ambito del Livello 2 della procedura Lamfalussy,

---

[84] L'esigenza di predisporre una procedura di *notice and comment*, avvertita in relazione ai regolatori globali privati a causa della carenza di legittimazione democratica, dell'assenza di limiti normativi ai poteri discrezionali e di elevato tecnicismo della materia di competenza, potrebbe essere concettualmente allineata all'attività normativa delle Autorità indipendenti, in relazione alle quali sussistono le stesse problematiche sollevate. Già nel 1946, nell'*Administrative procedure Act*, era previsto che le *Agencies* americane di regolazione rispettassero tale procedura. A livello comunitario, poi, è stato imposto alle autorità nazionali di regolamentazione, in applicazione della Direttiva 2002/21/CE, l'obbligo di consultazione preventiva dei soggetti interessati nel caso in cui vengano adottate misure in applicazione della medesima direttiva o di direttive particolari che abbiano un impatto rilevante sul relativo mercato; la Direttiva è stata recepita in Italia dal D. Lgs. 1° agosto 2003, n. 259 (Codice delle comunicazioni elettroniche) in relazione all'attività dell'Autorità di garanzia delle comunicazioni; anche l'Autorità garante dell'energia elettrica e il gas si è dotata di un sistema di *notice and comment*. In tal senso, cfr. R. CHIEPPA, *Tipologie procedimentali e contraddittorio davanti alle Autorità indipendenti*, 2006, reperibile sul sito www.giustizia-amministrativa.it.

rinviando le considerazioni relative all'intervento dei privati nel Livello 3 ai successivi paragrafi.

In particolare, si deve cercare di comprendere quale valore abbiano le opinioni espresse dai privati nel corso del procedimento e in quale misura esse possano essere disattese.

La decisione della Commissione 23.1.2009 (2009/77/EC), che riforma il CESR, stabilisce, all'art. 12: "*Before transmitting its opinion to the Commission, the Committee shall, at an early stage, consult market participants, consumers and end-users extensively and in an open and transparent manner. The Committee shall publish the results of the consultations, unless the respondent requests otherwise*."

Non si prevedono, quindi, sanzioni nei confronti del Comitato qualora le consultazioni non si svolgano secondo le procedure, sebbene il CESR sia comunque invitato a pubblicarne l'esito.

Né, viceversa, i destinatari degli *standards* sono obbligati a rispettarli, ma devono motivare la scelta di disattenderli: l'art. 14 della richiamata decisione della Commissione statuisce che i "*Members of the Committee which do not follow the guidelines, recommendation, standards and other measures agreed by the Committee shall be prepared to present the reasons for this choice*".

Da tale disposizione emerge l'intento di promuovere la collaborazione degli Stati membri, al fine di ottenere una applicazione condivisa ed uniforme delle raccomandazioni e delle linee guida del CESR e di promuovere, di conseguenza, l'effettività delle regole.

Sezione III – Terza fase: la applicazione della normativa comunitaria negli ordinamenti nazionali ed il ruolo di coordinamento del CESR

11. Struttura e problematiche connesse alla terza fase

La fase normativa della procedura Lamfalussy, che si articola a sua volta nel Livello 1, relativo alla emanazione della normativa quadro e nel Livello 2, finalizzato alla adozione di misure di esecuzione della prima, rappresenta senza dubbio un aspetto essenziale della regolamentazione dei mercati finanziari europei, in quanto implica la emanazione di norme ampiamente condivise sia dalle Istituzioni che dagli organi intergovernativi, nonché, attraverso le procedure di consultazione predisposte dal CESR, dagli operatori del mercato, dai consumatori e dagli utilizzatori finali.

Peraltro, poiché la emanazione di una normativa europea condivisa dagli operatori del mercato e dai governi nazionali non costituiva elemento sufficiente al fine di ottenere l'auspicato obiettivo della armonizzazione in materia di mercati finanziari, il Comitato dei Saggi ha ritenuto opportuno predisporre due meccanismi di controllo rispetto al recepimento della normativa europea da parte degli Stati nazionali, l'uno preventivo e l'altro successivo: il controllo preventivo consiste nel ruolo di coordinamento affidato al CESR nell'ambito del Livello 3 della procedura; il controllo successivo, invece, spetta alla Commissione nell'ambito del Livello 4.

L'armonizzazione effettiva è infatti realizzata solo nel momento in cui in tutti gli ordinamenti nazionali viene fornita la medesima interpretazione della normativa europea e ne viene data uniforme esecuzione.

Al riguardo, nel Consiglio europeo di Stoccolma[85] si è affermato: "*national regulators and CESR should also play an important role in the transposition process by securing more effective cooperation between supervisory authorities carrying out peer reviews and promoting best practices, so as to ensure more consistent and timely implementaion of community legislation in member states*".

Il terzo livello della procedura Lamfalussy è dunque finalizzato a promuovere la cooperazione tra le autorità di vigilanza nazionali e, di conseguenza, ad assicurare

[85] Risoluzione del Consiglio europeo su una più effettiva regolazione dei mercati dei valori mobiliari, Stoccolma, 23 marzo 2001, disponibile sul sito www.pubblicaistruzione.it.

l'uniforme e tempestiva attuazione delle norme emanate ai livelli 1 e 2, favorendo così la complessa armonizzazione delle discipline nazionali in materia finanziaria.

In questa fase appare senza dubbio decisivo il contributo recato dal *Committee of European Securities Regulators*, che, a differenza del ruolo consultivo rivestito nel secondo *step*, nell'ambito del Livello 3 svolge la funzione di comitato indipendente di regolamentazione di legislatori nazionali, con l'incarico di seguire nel dettaglio l'applicazione della normativa.

Nello statuto del CESR, all'art. 4.3, si afferma: "*The Committee will foster and review common and uniform day-to-day implementation and application of Community legislation. It will issue guidelines, recommendations and standards that the members will introduce in their regulatory practices on a voluntary basis. It will also undertake reviews of regulatory practices within the single market*"; all'art. 4.4: "*The Committee will develop effective operational network mechanisms to enhance day-to-day consistent supervision and enforcement of the Single Market for financial services*".

In particolare, il CESR fornisce una interpretazione univoca delle misure adottate dalla Commissione attraverso raccomandazioni, *guidelines* e *standards* comuni; promuove, altresì, lo scambio di informazioni tra le autorità nazionali chiamate ad adottare gli atti amministrativi "a valle" della regolamentazione.

Sotto altro profilo, il Comitato coordina l'attività di recepimento della normativa europea da parte degli Stati membri, confrontando le diverse modalità di applicazione della normativa nei diversi ordinamenti (*peer reviews*) e promuovendo le migliori prassi nazionali.

Il ruolo del CESR nell'ambito del Livello 3 della Procedura Lamfalussy, secondo quanto indicato dallo stesso Comitato in un *Paper* pubblicato nell'ottobre 2004,[86] si articola in tre fasi: l'attuazione coordinata; la convergenza nella regolamentazione; la convergenza nella vigilanza.

In particolare, nella fase della attuazione coordinata i governi degli Stati membri e le autorità di regolazione nazionali provvedono al recepimento delle norme europee, uniformandosi alla azione degli altri Paesi attraverso le linee guida fornite dalla Commissione e dal CESR.

---

[86] CESR, *Which supervisory tools for the EU securities markets?,* October 2004, disponibile sul sito http://www.cesr-eu.org

Del resto, si deve sottolineare che i rappresentanti delle autorità di regolazione nazionali, che appartengono al CESR, sono spesso coinvolte in qualità di consulenti nella procedura di elaborazione della regolazione, facendosi portatrici delle istanze del Comitato.

In questa fase, la Commissione europea, che agisce in qualità di "*Guardian of the Treaty*" per adempiere ai suoi compiti esclusivi di esecuzione a livello 4, facilita il coordinamento tra gli Stati membri come misura preventiva al fine di evitare qualsiasi procedura di infrazione.

La Commissione ha affermato in una sua comunicazione[87] che intende rendere più frequente la convocazione di "*package meetings*", in cui gli Stati membri e le autorità di regolamentazione nazionali possono discutere di eventuali questioni relative al recepimento delle norme comunitarie. Alcuni incontri informali con gli Stati membri sono stati organizzati in occasione della direttiva sugli abusi di mercato e della direttiva sul prospetto.

La Commissione può inoltre elaborare "*transposition guidelines*", in collaborazione con gli Stati membri e le autorità nazionali di regolamentazione.

In accordo con la Commissione, inoltre, il CESR può coordinare sessioni riguardanti, in particolare, le misure pratiche rimesse alla competenza delle autorità nazionali di regolamentazione.

Nella fase della attuazione coordinata, il CESR si avvale della collaborazione dei gruppi di esperti istituiti nel Livello 2 della procedura, i quali potrebbero fornire un apporto consultivo risolutivo in ordine ad eventuali problemi sorti con l'applicazione della legislazione comunitaria.

Al fine di monitorare la corretta e tempestiva attuazione delle norme comunitarie e delle linee guida emanate dallo stesso Comitato, il CESR ha istituito il *Review Panel* con il compito di assistere il CESR nel garantire la più coerente e tempestiva attuazione della legislazione comunitaria negli Stati membri, attraverso il coordinamento delle operazioni di recepimento.

In particolare, il *Review Panel* rende il suo parere in merito alle valutazioni del CESR aventi ad oggetto non solo la formale trasposizione delle misure comunitarie, ma

---

[87] Comunicazione sulla *Better monitoring of application of Community law* (COM (2002) 725 final/4 del 16.5.2003.

anche la puntuale applicazione delle stesse. Inoltre, le relazioni del *Panel* tengono conto dell'intervento di tutti i partecipanti al mercato globale e delle parti interessate.

La fase della convergenza della regolamentazione può essere meglio definita come il processo di creazione di approcci comuni.

Gli obiettivi che caratterizzano tale fase attengono ad un più trasparente coordinamento delle decisioni delle autorità di regolamentazione dei valori mobiliari nazionali, attraverso la emanazione, da parte del Comitato, di linee guida, raccomandazioni o *standards* e nella segnalazione alla Commissione di eventuali esigenze di aggiornamento della legislazione comunitaria.

La legittimazione del CESR in questa fase deriva dal fatto che i suoi membri prendono decisioni caso per caso che danno vita ad un precedente. Questo "approccio *bottom-up*" si riferisce al carattere normativo delle attività decisionali delle autorità di vigilanza; le decisioni emanate dai supervisori producono effetti che non possono essere limitati alle giurisdizioni nazionali e, pertanto, devono essere affrontati a livello di UE.

Di conseguenza, nel tentativo di prendere decisioni convergenti, come raccomandato dalla risoluzione di Stoccolma, i membri del CESR possono introdurre questi approcci comuni nei processi verbali delle riunioni o, se ritenuto necessario, trasformarli in linee guida o raccomandazioni ovvero in *standards* con maggiore forza cogente.

Tali atti, che rientrano nella categoria della *soft law* in quanto non sono giuridicamente vincolanti a livello comunitario, hanno natura di pratiche di regolamentazione su base volontaria.

Essi creano da una parte l'obbligo reciproco per le autorità nazionali di rispettare il loro impegno nell'ambito dello Statuto del CESR e, dall'altra, di promuovere la fiducia reciproca attraverso la creazione di pressioni tra soggetti di pari grado.

Lo scopo principale della attività di emanazione di *standard* da parte del CESR è quello di migliorare la trasparenza e la prevedibilità delle decisioni da parte dei membri del CESR che agiscono a livello nazionale, al fine di consentire ai partecipanti al mercato di prevedere il comportamento delle autorità di regolazione nel mercato nazionale.

Il fatto che gli *standards* del CESR siano elaborati all'esito di ampie consultazioni favorisce l'adesione agli approcci sviluppati da parte dei partecipanti al mercato e

favorisce, di conseguenza, una perfetta compatibilità con le misure di Livello 1 e 2 ed una coerente applicazione del diritto comunitario in tutti gli Stati membri.

Nell'ambito della fase della convergenza della regolamentazione, inoltre, il CESR può intervenire in aree non coperte dal diritto comunitario o in zone in cui le proposte della Commissione per le misure di Livello 1 o di Livello 2 non sono state avanzate.

In tali settori non armonizzati, il membri del CESR possono convenire sulla necessità di un approccio coordinato e trasparente per far fronte a una specifica realtà del mercato che richiede un comportamento più uniforme delle autorità di regolamentazione e, quindi, possono adottare *standards* che potrebbero alimentare il processo di regolamentazione a livello dell'Unione europea. Tale attività potrebbe accrescere la reciproca fiducia tra i membri del CESR.

Gli *Standards on Clearing and Settlement* emanati da CESR e ESBC norme sulla compensazione e regolamento sono un esempio di questa attività.[88]

Infine, una funzione rilevante del CESR consiste nel segnalare alla Commissione le possibili aree critiche in riferimento all'applicazione del diritto comunitario, ovvero la necessità di revisione o di aggiornamento di livello 1 o di misure di livello 2. Il Comitato viene a conoscenza di tali carenze non solo attraverso i propri membri, ma anche attraverso i costanti rapporti con i partecipanti al mercato.

Per quanto concerne, infine, la fase del coordinamento della vigilanza, si richiede, oltre al mutuo riconoscimento delle decisioni, la cooperazione delle autorità di vigilanza nell'espletamento delle loro funzioni e l'attribuzione al CESR del potere di effettuare indagini congiunte, di disporre lo scambio di personale e di programmi comuni di formazione, di richiamare interpretazioni della normativa e precedenti giurisprudenziali analoghi e di disporre un "meccanismo di mediazione", quando le autorità competenti siano in disaccordo o i regolatori non riescano a collaborare.

La fase del coordinamento della vigilanza riguarda l'approccio pratico delle autorità di regolamentazione nazionali alla legislazione comunitaria.

---

[88] Il gruppo di lavoro congiunto, composto dai rappresentanti del CESR e dell'ESCB, dalle 15 banche centrali nazionali e dai membri del CESR, ha pubblicato il documento di consultazione "*Standards for securities clearing and settlement systems in the EU*", con la nota "*Scope of application of the CESR-ESCB Standards*".

Tali autorità devono garantire, attraverso la condivisione degli stessi obiettivi e delle tecniche di recepimento, un approccio comune in tutta Europa. Ciò richiede il rafforzamento della cooperazione attraverso la rete dei valori mobiliari.

Esempi di questa attività sono dati dagli *standards* in materia di informazione finanziaria, emanati al fine di diffondere un approccio comune per l'applicazione degli *International Financial Reporting Standards* (IFRS) in Europa.

La convergenza della vigilanza, inoltre, implica un efficace scambio di informazioni, facilitato dal CESR-Pol, gruppo permanente che ha l'obiettivo di migliorare la condivisione delle informazioni, la cooperazione e il coordinamento delle attività di vigilanza.[89]

I membri del CESR, a tal fine, fanno riferimento al *Multilateral Memorandum of Understanding on the Exchange of Information and Surveillance of Securities Markets*.

Nella fase della convergenza della vigilanza è utile la condivisione di esperienze comuni in materia di esecuzione, al fine di realizzare una coerente applicazione della legislazione in tutta Europa. A tal fine, viene predisposto un catalogo, solitamente allegato ai documenti di consultazione[90], che contiene un elenco di pratiche comuni da porre in essere.

In caso di mancata cooperazione da parte di una autorità competente, il MAD (articolo 16, par. 4) prevede esplicitamente la situazione giuridica e fornisce una "mediazione" di ruolo CAERVM. CESR-Pol sarà esplorare questa ulteriore, possibilmente in un contesto più ampio, al fine di disporre di un meccanismo operativo in atto, se necessario.

Il Monitoring Group ha sollecitato il CESR ad istituire un sistema interno di mediazione, al fine di risolvere i conflitti tra le autorità nazionali di regolamentazione dei valori mobiliari. Ad esempio, per quanto riguarda il mutuo riconoscimento delle decisioni nazionali da parte delle competenti autorità di regolamentazione da parte dello Stato ospitante (le licenze degli intermediari o la approvazione dei prospetti

---

[89] Nel 2003, il CESR-Pol ha adottato un "*Service Level Agreement*", che definisce un approccio comune sulle reciproche richieste di assistenza. Attualmente, nell'ambito del CESR-Pol si stanno realizzando indagini sugli abusi di mercato, sia a livello nazionale che transfrontaliero, nonché alcuni studi sulle attuali attività di sorveglianza di Internet e sugli strumenti automatizzati per il rilevamento delle attività illecite titoli. Ciò facilita lo sviluppo di nuovi metodi di sorveglianza e l'eventuale creazione di approcci comuni.

[90] CESR/04-104b, disponibile sul sito del CESR, http://www.cesr-eu.org/.

informativi), le direttive sono elaborate in modo che il riconoscimento reciproco sia automatico.

Potrebbe accadere, tuttavia, che lo Stato ospitante e lo Stato nazionale si trovino in disaccordo. In tal caso, sebbene la procedura di rito implicherebbe il rinvio del caso alla Commissione europea o alla Corte di giustizia, al fine avere una più rapida e meno costosa risoluzione della questione, il CESR mette in atto un meccanismo di "mediazione" tra i membri del CESR.

Tale attività di mediazione posta in essere dal Comitato non deve comunque sovrapporsi alle competenze di esecuzione della Commissione.

Altri esempi pratici dei metodi attraverso i quali potrebbe essere ottenuta una maggiore convergenza della vigilanza consistono nel comune impegno degli Stati membri a svolgere indagini congiunte.

Il CESR emana *standards* in materia al fine di agevolare tale convergenza e consentire un efficace funzionamento di tali accordi

La convergenza è raggiunta anche attraverso la condivisione delle decisioni nazionali e la progressiva realizzazione di una giurisprudenza dell'Unione europea.

Delineata sommariamente la struttura della terza fase del metodo Lamfalussy, sembra opportuno anzitutto approfondire la questione della effettiva idoneità del CESR ad influenzare le modalità di recepimento della normativa comunitaria nei singoli Stati nazionali.

A tal fine, occorrerà analizzare nel dettaglio i rapporti che legano il Comitato alle autorità di vigilanza nazionali e le modalità con le quali il primo esercita la propria influenza sulle seconde.

12. L'azione del CESR e il valore della *soft law*

Secondo quanto emerso dalla analisi che precede, la funzione del CESR nell'ambito del Livello 3 della Procedura Lamfalussy si limita alla emanazione di raccomandazioni, *standards* e *guidelines* destinate agli Stati membri allo scopo di fornire una interpretazione comune della normativa comunitaria e, conseguentemente, di indirizzare il tempestivo ed armonico recepimento della stessa.

Tali regole, di per sé non dotate di una forza cogente, possono essere pacificamente inserite nella categoria della cd. *soft law*, termine con il quale si intendono quelle regole

la cui vocazione normativa non riesce a realizzarsi, in quanto, contenendo disposizioni di estrema vaghezza, sono inidonee ad essere tradotte in divieti precisi ed esigibili.[91]

I *best efforts*, ad esempio, invitano i destinatari della regola a tenere determinati comportamenti "nella misura del possibile", oppure ad agire in un determinato settore "tenendo conto" di determinate linee guida, oppure a "sforzarsi" per realizzare "gradualmente" o "progressivamente" un dato risultato.

Con le raccomandazioni, allo stesso modo, le istituzioni internazionali invitano gli Stati membri ad agire in un determinato modo, programmano azioni future e così via; tali atti, tuttavia, sono qualificati dalle stesse istituzioni come non obbligatori.

Gli *standards*, infine, nascono come semplici regole di buona condotta che assumono, di volta in volta, la forma dei "*principles*", molto generali e flessibili, ovvero delle "*methodologies*" o "*guidelines*", più dettagliati e specifici in modo da garantire un maggiore grado di osservanza.[92]

Il *Financial Stability Forum*, nell'ambito del *Compendium of Standards*[93], così definisce tali regole: "*Standards are guidelines or principles that set out what are widely accepted as good principles or practices in a given area… International*

---

[91] Sul punto, cfr. L. CONDORELLI, *Fonti (Dir. Int.)*, *Dizionario di Diritto Pubblico*, diretto da S. CASSESE, vol. III, Giuffré, 2006, *ad vocem*; G. ABISAAB, *Cours général de droit international public*, in *Recueil des cours*, VII, 1987, p. 205 e ss.; D. ZARING, *Informal Procedure, Hard and Soft, in International Administration*, IILJ Working Paper 2004/6, in www.iilj.org.; I. SEIDL-HOHENVELDERN, International Economic "Soft Law", in Collected Courses of the Hague Academy of International Law (1979), II, p. 167-245; M. REISMAN, *The Concept and Functions of Soft Law in International Law*, in *Essays in Honour of Judge Taslim Olawale Elias*, vol. I, 1992; F. FRANCIONI, *International Soft Law: a contemporary assessment, in Fifty Years of international Court of Justice*, 1996; H. HILLGENBERG, *A Fresh Look at Soft Law, in European Journal of International Law*, vol. 10, n. 3, 1999, p. 499 e ss.; D.E. HO, *Compliance and International Soft Law: Why do Coutry Implements the Basle Accord?*, in *Journal of International Economic law*, vol. 5, 2002, p. 647; E. O'HAGAN, *Too Soft to Handle? A Reflection of Soft Law in Europe and Accession States*, in *Journal of European Integration*, vol. 26, 2004, p. 379 e ss.

[92] Gli *standards* sono stati uno strumento di autodisciplina commerciale fin dall'inizio della civiltà, in quanto erano utilizzati allo scopo di determinare le condizioni di offerta e di commerciabilità dei prodotti, facilitando così gli scambi. È ciò che avveniva nel Medioevo, con la nascita spontanea, tra i mercanti, della *lex mercatoria* ed è ciò che accadde, nel secolo scorso, con la creazione dei *Memoranda of Understanding*. In alcuni casi, *standards* industriali e tecnici sono il naturale prodotto di una evoluzione tecnica; in altri casi, invece, essi sono il risultato di un attento studio e di un accordo tra esponenti del mondo produttivo e delle associazioni. Sul punto, si v. F. DIALTI, *Principali differenze e somiglianze tra standards e norme aventi valore di legge nel settore della regolamentazione finanziaria*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, fasc. 3-4, 2005, p. 535 e ss.; T. PADOA-SCHIOPPA, *Self vs. Public Discipline in the Financial Field*, lezione tenuta alla *London School of Economics* il giorno 20 maggio 2002, p. 4.

[93] Il *Compendium of Standards* è un *corpus* comune di regole, elaborato dal *Financial Stability Forum*, che raccoglie gli *standards* economici e finanziari, internazionalmente riconosciuti come *important for sound, stable and well funcioning financial systems*, elaborati dai *financial standard setting bodies* compresi tra i membri del FSF stesso.

Sul punto, si veda la pagina http://www.fsforum.org/compendium/about.html.

standards are generally accepted by the international community by being objective and relatively free of national biases… Standards are not an end in themselves but a means to promoting sound financial systems and sustain economic growth".

La particolare caratteristica degli *standards* risiede nel fatto che tali regole, come rilevato da autorevole dottrina[94], sono destinate a convincere piuttosto che a costringere, giacché, a differenza della legge formale, hanno carattere volontario.

Di conseguenza, un sistema di *standards* richiede, per essere efficace, una diffusa adesione da parte dei destinatari[95], considerata l'assenza di qualunque conseguenza sanzionatoria correlata alla loro mancata o erronea applicazione, salva la presenza di sanzioni di fatto adottate dal mercato o da organismi ufficiali.

D'altra parte, *standards* elaborati da soggetti sforniti di rappresentatività sarebbero per ciò solo privi di valenza precettiva.

Un sistema di regolazione fondato sulla *soft law*, dunque, sembrava essere destinato a fallire, soprattutto in un settore, come quello del mercato finanziario, caratterizzato dalla presenza di innumerevoli discipline nazionali, tutte diverse tra loro, e da una elevata competitività.

Sarebbe, infatti, difficile enucleare principi generali che possano essere adeguatamente ed uniformemente recepiti dai vari destinatari, soprattutto in considerazione della assenza di valore cogente degli stessi. I soggetti che producono tali *standards*, inoltre, sono privi della legittimazione democratica della quale sono investiti gli organi legislativi.

Anche nel settore finanziario, invece, si è assistito, soprattutto negli ultimi anni, ad una crescente diffusione degli *standards*, sia a livello nazionale, sia a europeo ed internazionale, come sistema di regole flessibili, in grado di fornire una guida alla produzione della normativa nazionale.

Peraltro, è necessaria una precisazione in ordine alla natura di tali *standards*.

Mentre, infatti, gli *standards* prodotti dagli organismi internazionali costituiscono l'unica fonte di regolazione possibile, in considerazione del *deficit* di legittimazione che

---

94 N. BRUNNSON, B. JACOBBSON, *A world of standards*, Oxford, 2000.

95 Il sistema di produzione delle regole globali solleva il noto problema del *deficit* democratico, sul quale si v., per tutti, N. BRUNNSON, B. JACOBBSON, *A world of standards*, *cit*.; D. KERWER, *Rules that many use: standards and global regulation*, in *Governance*, vol. 18, no. 4, 2005.

caratterizza tali organismi, quelli emanati a livello nazionale e a livello europeo svolgono la funzione di integrare e completare le disposizioni contenute della *hard law*.

In altre parole, gli *standards* emanati dal CESR nell'ambito del Livello 3 della Procedura Lamfalussy altro non sono se non "interpretazioni conformi" a disposizione degli Stati membri che si trovino ad emanare misure esecutive dei regolamenti o a recepire nei rispettivi ordinamenti le direttive di primo e secondo livello.

Sulla base di tali considerazioni, dunque, si dovrebbe escludere il carattere vincolante dei pareri del Comitato; questa è la ragione che aveva più volte spinto il CESR a sollecitare una revisione della terza fase e ad attribuire valore cogente alle raccomandazioni e alle linee-guida emanate dal medesimo Comitato.

Si deve, tuttavia, rilevare che gli *standards*, al ricorrere di determinati presupposti, possono divenire, di fatto, vincolanti ed essere dotati di maggiore autorevolezza delle norme poste dalla pubblica autorità, se quest'ultima non esercita i poteri che le sono attribuiti per farla rispettare.

Si deve, infatti, rilevare che la circostanza secondo cui la fase di elaborazione degli *standards* sia caratterizzata dalle pubbliche consultazioni con gli operatori del mercato, destinatari degli *standards*, determina due ordini di conseguenze: in primo luogo, la partecipazione dei privati conferisce legittimazione alle regole prodotte e, in secondo luogo, attribuisce alle stesse un contenuto tecnico qualitativamente elevato e condiviso dagli operatori del mercato.

La struttura degli *standards*, inoltre, si adatterebbe maggiormente al contesto in continua evoluzione dei mercati finanziari, che necessita di regole flessibili.

Un approccio fondato su regole dettagliate piuttosto che su principi potrebbe, veiceversa, favorire una migliore comprensione dello *standard* ed una uniforme interpretazione dello stesso, ma non consentirebbe la flessibilità richiesta dal settore.[96]

---

[96] In tal senso, C. NOBES, *Des standards fondés sur des règles ou sur des principes*, in *Revue francaise de comptabilité*, septembre 2005, n. 380, p. 43 ss.

Sezione IV – Quarta fase: l'*enforcement* della Commissione europea

13. Una vigilanza efficace?

La quarta fase delineata nel Rapporto dei Saggi, affidata alla Commissione europea, è finalizzata all'*enforcement*, vale a dice al controllo da parte delle autorità comunitarie che gli Stati membri si siano adeguati alla nuova regolamentazione, attraverso la corretta interpretazione e trasposizione della stessa.

Qualora riscontri una inadempienza da parte degli Stati membri in ordine alla corretta trasposizione della normativa comunitaria negli ordinamenti nazionali, la Commissione ha il potere di emettere parere motivato, ai sensi dell'art. 226 TCE, al fine di segnalare l'inadempienza; in caso di persistente inerzia della Stato membro, la Commissione avvia la procedura di infrazione, ai sensi dell'art. 226 TCE.[97]

Al fine di evitare il moltiplicarsi di tali procedure, due volte al mese la Commissione pubblica sul suo sito Internet quadri sintetici riguardanti il livello di attuazione delle direttive del Piano d'azione per i servizi finanziari[98] e delle direttive Lamfalussy sia di livello 1 che di livello 2.[99]

Durante i periodi previsti per l'attuazione, la Commissione collabora intensamente con le amministrazioni nazionali, organizzando tra l'altro *workshop* dedicati al recepimento, riunioni bilaterali e multilaterali e fornendo linee guida, orientamenti interpretativi non vincolanti e *Question&Answer* su Internet.

Un ruolo determinante in questa fase assumono anche gli Stati membri, le autorità di regolazione e gli operatori del mercato nel fornire informazioni alla Commissione europea in merito a qualsiasi potenziale violazione delle norme comunitarie.

Per incrementare la trasparenza e lo scambio di informazioni, ad esempio, l'art. 144 della *Capital Requirements Directive* (2006/48/CE) prescrive tra l'altro alle autorità di vigilanza nazionali di comunicare informazioni sulla attuazione della direttiva stessa

---

[97] G. MONTELLA, *Brevi riflessioni sul ruolo della Commissione all'interno della procedura d'infrazione*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, fasc. 2, 2005, p. 887. Sul ruolo della Commissione europea, cfr. G. TESAURO, *Diritto comunitario*, Cedam, 2008; R. ADAM, A. TIZZANO, *Lineamenti di diritto dell'Unione Europea*, Giappichelli, 2008; F. ATTINÀ, G. NATALICCHI, *L'Unione europea : governo, istituzioni, politiche*, Il Mulino, 2007; T. BALLARINO, L. BELLODI, *Manuale breve di diritto dell'Unione Europea*, Cedam, 2007.

[98] Disponibili sul sito http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm#transposition

[99] Disponibili sul sito http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transposition/index_en.htm

nella legislazione nazionale e sulle modalità di esercizio delle opzioni e delle facoltà previste da tale direttiva.

Inoltre, il CESR, pur non essendo istituzionalmente deputato ad intervenire in questa fase, segnala alla Commissione i casi di non corretta trasposizione della normativa primaria e veicola le informazioni relative alle operazioni di trasposizione attraverso la pubblicazione delle stesse su Internet.

Nel Rapporto dei Saggi sono desumibili poche indicazioni in ordine alla quarta fase della procedura.

Di fatto, la Commissione non ha finora intrapreso molte azioni nei confronti degli Stati membri, mentre sono stati notevolmente potenziati gli strumenti di collaborazione tra le forze di mercato e i network tra i Ministri delle Finanze. Si cerca, dunque, di prevenire eventuali inadempimenti degli Stati attraverso la collaborazione tra Istituzioni europee e autorità nazionali.

Resta, tuttavia, ancora aperto il problema dell'*enforcement* e, in particolare, la questione della sua efficacia.

Nonostante, infatti, il *network* di contatti tra la Commissione europea e le autorità nazionali, ci si chiede quale sia il sistema di vigilanza più opportuno: un modello decentrato assicura infatti una maggiore vicinanza delle autorità competenti al territorio e ai soggetti vigilati, mentre l'accentramento delle funzioni in capo alle autorità nazionali consentirebbe una forte semplificazione e una maggiore efficienza, riducendo in particolare gli oneri regolamentari per gli operatori.

11. Conclusioni: luci ed ombre dalla Procedura Lamfalussy

Al termine dell'analisi sinora effettuata, sembra opportuno svolgere alcune considerazioni generali sul progetto proposto dal Comitato dei Saggi, in modo da evidenziare luci ed ombre della Procedura Lamfalussy.

Tali considerazioni, peraltro, dovranno essere successivamente verificate anche alla luce dei risultati pratici conseguiti alla sua applicazione, sui quali ci si soffermerà più approfonditamente nel prossimo capitolo.

Al fine di valutare l'efficienza della procedura delineata nel Rapporto dei Saggi, occorre anzitutto ribadire la duplice finalità alla quale la stessa è ispirata: in primo luogo, rendere più efficiente il processo di regolamentazione in materia finanziaria; in

secondo luogo, coinvolgere direttamente nella fase di elaborazione delle norme i destinatari delle stesse, nell'ottica del giusto contemperamento degli interessi in gioco, siano essi pubblici o privati.

Quanto al primo obiettivo, esso può dirsi raggiunto qualora la modalità di elaborazione delle regole sia in grado di garantire celerità, efficienza e flessibilità.

Tali esigenze assumono una rilevanza ancora maggiore nel contesto dei mercati finanziari, che si caratterizzano, come si ha già avuto modo di vedere, per essere in continua e repentina evoluzione e per richiedere una regolamentazione qualitativamente elevata.[100]

Sulla base di queste premesse, viene anzitutto da chiedersi quale sia stata la ragione che ha spinto il Comitato dei Saggi ad articolare la fase della elaborazione della normativa comunitaria in due livelli, destinati il primo alla elaborazione della normativa quadro e il secondo alla emanazione di misure esecutive della prima.

La risposta risiede nel fatto che l'adozione delle misure esecutive, demandata alla Commissione secondo la procedura della comitologia, si sarebbe dovuta affidare ad una procedura flessibile, in modo che le norme potessero essere più frequentemente ed agevolmente modificate in relazione ai mutamenti del mercato.

In tal modo, le Istituzioni, coinvolte in modo diretto soltanto nella prima fase della procedura e, in particolare, nell'ambito della codecisione, avrebbero solo influenzare i meccanismi decisionali che portano alla emanazione delle misure esecutive, riducendo così i potenziali conflitti ed i conseguenti ostacoli alla evoluzione della regolazione.

Della duplicazione delle sedi destinate alla emanazione della normativa comunitaria avrebbe, inoltre, beneficiato anche la qualità e la effettività delle norme adottate, quest'ultima intesa come tempestivo ed uniforme recepimento della disciplina comunitaria da parte degli Stati membri, grazie alla partecipazione diretta degli operatori del mercato, dei consumatori e degli utenti finali alla elaborazione delle regole.

---

[100] Già nel Libro Bianco sulla *governance* (COM 2001/428 del 5 agosto 2001) si era sottolineata l'importanza della semplificazione delle procedure decisionali, in termini di chiarezza e rapidità; a tal fine, si sollecitava l'intervento di Parlamento e Consiglio nel rendere giudizi in termini politici sul buon funzionamento del processo esecutivo.

Alcune voci discordi[101], tuttavia, sostengono che la procedura Lamfalussy, pur con la previsione del meccanismo della comitologia, sia rimasta di fatto saldamente ancorata agli interessi di natura politica dei quali si fanno portatrici le Istituzioni e che più volte, in passato, hanno rallentato l'adozione della normativa in materia.

Come si è visto, invero, il comitato che affianca la Commissione nella adozione di misure esecutive, l'ESC, è costituito dai rappresentanti governativi degli Stati membri[102] e, sebbene abbia formalmente carattere indipendente, la sua attività è comunque sottoposta al costante e penetrante controllo del Consiglio.

Conseguentemente, i membri del Comitato potrebbero adottare una politica di tutela particolaristica degli interessi nazionali, così come già avviene nell'ambito del Consiglio europeo, determinando in tal modo le stesse inefficienze della procedura legislativa che erano state rilevate nel Rapporto dei Saggi.

In altre parole, la procedura Lamfalussy, attraverso la comitologia, istituzionalizzerebbe il protezionismo nazionale in misura maggiore rispetto alla previgente procedura di elaborazione delle regole, con conseguente pregiudizio per lo sviluppo del diritto comunitario e per la chiarezza della formulazione delle direttive.

In tale contesto, il ruolo dell'ESC sembrerebbe superfluo o inutile: superfluo, nei casi in cui vengano adottate misure tecniche sulle quali vi sia sostanziale accordo politico tra le parti, poiché tali misure sarebbero state approvate anche senza l'apporto del Comitato; inutile, perché nelle ipotesi in cui le misure tecniche da adottare avessero dato origine ad un sostanziale disaccordo delle parti politiche, tali contrasti sarebbero stati riprodotti, sia pur in misura ridotta, nell'ambito dell'ESC.

Inoltre, la comitologia non assicura un adeguato diritto di *call back* in capo al Parlamento rispetto alle altre Istituzioni.

---

[101] *European Shadow Financial Regulatory Committee*, *The Regulation of European Securities Markets: The Lamfalussy Report*, Statement n. 10, Madrid, 26 marzo 2001, nel quale si afferma "*We regard the four-level regulatory approach proposed in the Report as cumbersome and complicated, in particular because of the proposal to create two new committees. Whereas the goal of the Report is to speed up EU financial regulation, it appears that level 2 with its five-step procedure may actually slow it. We do not find that a convincing case has been made for establishing the high level ESC. We suggest that only one securities committee be established composed of national securities regulators*".

[102] Per tale motivo, l'ESC non sarebbe altro se non un Consiglio "in versione ridotta". Sul punto, G. HERTIG, R. LEE, *Four Predictions about the Future of Securities Regulation*, 2003, p. 7 e ss., disponibile sul sito http://ssrn.com.

A tale riguardo, peraltro, si deve osservare che la funzione dei comitati che operano nell'ambito della comitologia è proprio quella di consentire alle amministrazioni nazionali di controllare l'operato dell'organo sopranazionale nell'ambito della sfera di esecuzione del diritto comunitario ad esse riservata.[103]

Se, dunque, per un verso tali comitati assistono la Commissione nell'adempimento dei suoi compiti esecutivi, per l'altro ne controllano l'operato per conto del Consiglio e degli Stati membri.

I *comitology committees*, inoltre, rafforzano la legittimazione della normativa regolamentare europea e sono uno strumento di composizione degli interessi configgenti.

Conseguentemente, il protezionismo ipoteticamente manifestato dai rappresentanti degli Stati costituirebbe in realtà la naturale ed indispensabile emersione degli interessi nazionali nell'ambito della procedura di regolazione.

Del resto, la ponderazione degli interessi particolaristici dei singoli Stati con il generale interesse sopranazionale alla stabilità dei mercati costituirebbe elemento indispensabile per garantire la effettività delle regole prodotte e la applicazione delle stesse nel modo più uniforme possibile.

Sul punto, si ritiene opportuno richiamare l'orientamento di chi[104] sostiene che le procedure di comitato sono strutturate in modo da impedire che prevalga l'orientamento meno integrazionista, sostenuto dal Consiglio o dal Comitato, per orientare la decisione in senso favorevole alla Commissione.

Di fatto, dunque, i comitati, pur istituiti per controllare la Commissione, si affiancano ad essa nella determinazione delle regole, con la conseguente predominanza, nell'ambito del processo regolatorio, della componente sopranazionale su quella dei singoli Stati membri.

Ulteriore garanzia della democraticità procedura è la facoltà del Parlamento di esprimere il proprio disaccordo sui progetti di misure presentate dalla Commissione o dal Consiglio: si pensi, ad esempio, all'obbligo imposto alla Commissione di

---

[103] Sul punto, v. M. SAVINO, *I comitati dell'Unione europea*, cit., p. 161 e ss., che attribuisce ai comitati la veste di "*watchdog*".

[104] Sul punto, M. SAVINO, *I comitati dell'Unione europea*, p. 193 e ss.

riesaminare il progetto di misura esecutiva tenendo conto delle eventuali osservazioni del Parlamento.

Sulla base di tali considerazioni, si deve quindi giungere alla conclusione secondo la quale l'ESC rappresenta sede utile e necessaria di emersione di interessi nazionali, i quali saranno poi bilanciati con l'interesse sopranazionale alla armonizzazione della regolazione.

Verificata la potenziale efficienza della procedura Lamfalussy sotto il profilo della corretta emersione degli interessi in gioco nella valutazione degli obiettivi della regolazione, occorre ora soffermarsi sulla valutazione dell'effettiva celerità e flessibilità della procedura stessa.

Sotto il primo profilo, si devono registrare alcuni dati confortanti: la direttiva sugli abusi di mercato è stata adottata dalla Commissione dopo 21 mesi dalla proposta; la direttiva sul prospetto informativo è stata emanata dopo 29 mesi; la proposta di direttiva MiFid è stata approvata dopo 17 mesi e la direttiva sulla trasparenza è stata varata dopo 21 mesi.

In passato, in effetti, i tempi di approvazione degli atti normativi si sono rivelati molto più lunghi: si pensi, ad esempio, alla direttiva sui servizi di investimento, che è stata pubblicata dopo ben 4 anni e mezzo; alla direttiva sull'*insider dealing*, adottata dopo 2 anni e mezzo e alla prima direttiva sul prospetto, emanata 9 anni dopo la relativa proposta.

La stessa tendenza di riduzione dei tempi si manifesta in relazione alle misure di esecuzione, per le quali sono richiesti dai 21 ai 26 mesi.[105]

Con riguardo, infine, alla flessibilità, si deve menzionare l'invito del Consiglio a portare avanti parallelamente i lavori relativi al Livello 1 e le consultazioni del CESR di Livello 2, al fine di evitare le difficoltà di coordinamento tra la normativa quadro e le misure di esecuzione.

Con riguardo al secondo obiettivo del Comitato dei Saggi, relativo alla realizzazione di una procedura più trasparente di adozione degli atti normativi, non si può certamente trascurare l'importanza dei meccanismi delle consultazioni.

---

[105] Cfr. il rapporto 2004-2005 sullo stato della legislazione, parte V – tendenze della normativa dell'Unione europea, a cura dell'Osservatorio della Camera dei Deputati.

Il dialogo che la Commissione instaura con i destinatari della misura che deve essere adottata contribuisce ad evitare che le proposte legislative si trasformino in norme superflue e paralizzanti, dando luogo al fenomeno del cd. *goldplating*.[106]

In conclusione, sembra opportuno riportare le prime considerazioni del Consiglio sulla messa in atto della procedura Lamfalussy: "*Il Consiglio ritiene che l'esperienza, benché ancora limitata, dimostri il successo dell'introduzione del quadro Lamfalussy, poiché gli obiettivi essenziali sono stati raggiunti. L'applicazione del quadro ha aumentato la dinamica e la flessibilità del processo legislativo, consentendogli di far fronte ai mutamenti tecnologici e all'evoluzione dei mercati tramite l'adozione di norme di attuazione in modo più rapido e più flessibile. Il quadro ha inoltre preparato il terreno per una collaborazione e una convergenza più efficaci in materia di vigilanza.*

Il Consiglio accoglie con favore il contributo positivo dovuto ad una maggiore trasparenza, attraverso la consultazione aperta e tempestiva degli operatori del mercato, riconoscendo nel contempo che i processi di consultazione hanno sollecitato in modo particolare la perizia degli operatori stessi.

Il Consiglio rileva con soddisfazione che la valutazione positiva è condivisa dalle tre istituzioni coinvolte nel processo legislativo, che hanno altresì deciso di estendere l'applicazione del quadro al settore bancario e assicurativo, sulla base di adeguate garanzie di equilibrio interistituzionale."[107]

La prima relazione del comitato interistituzionale è stata pubblicata nel marzo 2006; fra gli ostacoli all'efficace funzionamento della procedura Lamfalussy, essa ha segnalato, tra gli altri: il rischio di un eccessivo dettaglio normativo (cd. overregulation) sia al primo sia al secondo livello, in contrasto con i principi guida suggeriti dal Comitato Lamfalussy; il ritardo endemico degli Stati membri nel recepimento delle direttive comunitarie; l'assenza di criteri per stabilire quando e a quali condizioni sia consentito agli Stati membri stabilire previsioni aggiuntive (cd. goldplating) a quelle previste negli atti comunitari predisposti secondo l'approccio Lamfalussy, rispetto ai

---

[106] Tale è la prassi invalsa negli Stati membri di emanare norme che eccedano quanto previsto nelle direttive, vanificando i benefici di un complesso unico di norme a livello europeo. Cfr. la raccomandazione della Commissione sul recepimento in diritto nazionale delle direttive che incidono sul mercato interno, SEC(2004) 918 def.

[107] Conclusioni del Consiglio – Revisione della Procedura Lamfalussy, 16 novembre 2004, disponibile sul sito del Consiglio europeo, http://europa.eu/european-council/index_it.htm.

quali la relazione spesso riscontra la mancata o insufficiente indicazione del livello di armonizzazione che essi intendono raggiungere (es. armonizzazione minima o armonizzazione massima).

Nel gennaio 2007, il comitato interistituzionale ha diffuso la bozza della seconda relazione sullo stato di funzionamento della procedura Lamfalussy, che è stata sottoposta a consultazione pubblica18. Rispetto alla prima, la seconda relazione si concentra sul tentativo di superare gli ostacoli principali alla procedura, suggerendo alcune misure correttive; fra queste, la proposta di condurre parallelamente i lavori al primo e al secondo livello, di modo che le linee direttrici delle misure di esecuzione siano già tracciate nel momento in cui vengono definiti i principi quadro. Ciò al fine di rendere più agevole e coerente il processo normativo.

Ancora, nella scelta dello strumento più idoneo per regolamentare una determinata materia, la bozza di relazione suggerisce di preferire lo strumento del regolamento allorché sia necessario intervenire su aree molto specifiche di settori più ampi, ovvero qualora sia richiesta una misura che abbia efficacia immediata negli Stati membri. Lo strumento della direttiva dovrebbe invece essere utilizzato qualora si tratti di disciplinare aspetti sui quali già insistano delle normative nazionali fra loro sostanzialmente differenti, in modo da facilitare lo Stato membro nel recepimento delle misure di armonizzazione comunitaria, garantendo una maggiore flessibilità derivante dalla circostanza che lo strumento della direttiva vincola gli Stati membri per quanto riguarda il risultato da raggiungere, senza incidere sulle modalità e sui mezzi a ciò necessari.

Capitolo III
Prime applicazioni della procedura

Sezione I – La *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFid)

1. Struttura e finalità della Direttiva di Livello 1

La Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004[108] sui Mercati di Strumenti Finanziari, prevista dal Piano d'azione degli strumenti finanziari del 1999, è stata emanata allo scopo di stabilire nuove regole per la contrattazione di strumenti finanziari nell'ambito degli Stati membri.

La nuova disciplina ha sostituito quella previgente, contenuta nella Direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 riguardante i servizi di investimento nel settore degli strumenti finanziari (*Investment Services Directive* - ISD), entrata in vigore il 10 maggio 1993. [109]

La Direttiva IDS stabiliva le condizioni alle quali le imprese di investimento e le banche autorizzate potevano prestare determinati servizi o stabilire succursali in altri Stati membri sulla base dell'autorizzazione e della vigilanza dello Stato membro di origine, al fine di armonizzare i requisiti di autorizzazione iniziale e di esercizio per le imprese di investimento, comprese le norme di comportamento.

In considerazione della crescita esponenziale, negli ultimi anni, del numero degli investitori e della ampia gamma di servizi e strumenti che viene loro offerta, tuttavia, il Consiglio ha ritenuto opportuno introdurre una serie di misure ispirate alla tutela degli investitori stessi e, nel contempo, alla attuazione della libertà di stabilimento enunciata dal Trattato attraverso la attribuzione alle imprese della facoltà di prestare servizi in tutti gli Stati membri.

In particolare, la Direttiva MiFID è ispirata al principio della armonizzazione massima, in virtù della quale gli Stati membri non possono introdurre obblighi aggiuntivi per le imprese di investimento che svolgano i propri servizi al di fuori

---

[108] Pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, L 145 del 30 aprile 2004.

[109] La direttiva è stata recepita nell'ordinamento italiano con D.Lgs 415/1996, poi confluito nel D.Lgs. n. 58/1998. Le norme di attuazione della disciplina legislativa sono state emanate dalla Consob; si veda, in particolare, le Delibere n. 11522/1998, n. 11768/1998, e n. 11971/1999, disponibili sul sito dell'Autorità, www.consob.it.

dell'ordinamento di provenienza. Le imprese, inoltre, possono eseguire gli ordini dei propri clienti fuori dai mercati, facoltà finora non consentita in alcuni paesi, come, ad esempio, l'Italia.

La direttiva, inoltre, consente un più alto livello di protezione della clientela quando utilizza i servizi di investimento forniti dagli intermediari in Europa. Per la prima volta, poi, stabilisce un insieme di norme che regolano l'esecuzione organizzata delle transazioni degli investitori da parte dei mercati, degli altri sistemi di negoziazione e delle imprese di investimento.[110]

La direttiva 2004/39/CE, entrata in vigore il 30 aprile 2004, avrebbe dovuto essere recepita dagli Stati membri entro il 30 aprile 2006; tale termine venne, tuttavia, successivamente prorogato al 31 gennaio 2007 in considerazione della mancata emanazione di misure di esecuzione.[111]

Quanto al recepimento della direttiva nei Paesi europei, solo la Romania, l'Inghilterra e l'Irlanda hanno completato l'iter legislativo entro il termine previsto di marzo 2007; la metà degli Stati membri dell'Unione ha portato a termine la procedura entro la metà dell'anno mentre in Italia il termine successivamente

Nel mese di gennaio 2007, è stato avviato il processo di recepimento della Direttiva MiFID nell'ordinamento nazionale, attraverso l'inserimento, nella legge comunitaria del 2006, dei principi di delega al Governo per l'emanazione del decreto delegato finalizzato alla modifica del D.lgs. 58 del 1998 (Testo Unico della Finanza) necessaria per il concreto recepimento delle nuove norme contenute nella MiFID.

Il successivo passo del processo di implementazione della Direttiva, il cui termine ultimo era previsto per il 31 gennaio 2007, è l'emanazione da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze del decreto delegato. La legge comunitaria, approvata alla fine del mese di gennaio 2007, aveva previsto che il Governo potesse esercitare tale delega entro lo stesso termine previsto dalla MiFID. Tuttavia gli stringenti termini per l'esercizio della delega sono spirati senza che il Governo abbia emanato il decreto

---

[110] C. FAISSOLA, *Le regole e la Governance: gli effetti del recepimento della direttiva MiFID*, in *L'impatto della direttiva MiFID sui mercati*, ASSBB, 2007, passim.

[111] In particolare, la direttiva 2006/31/CE del 5 aprile 2006 ha fissato, come detto, il nuovo termine di trasposizione a gennaio 2007 e il termine di applicazione iniziale delle disposizioni al 1° novembre 2007, al fine di chiarire l'interpretazione di alcune disposizioni della direttiva.

delegato di attuazione, anche poiché lo strettissimo termine di pochi giorni a disposizione non lo ha tecnicamente consentito. Il 2 maggio 2007 il Senato ha dato via libera al disegno di legge che proroga al 30 settembre 2007 il termine entro cui l'Italia deve recepire la Direttiva MiFID

Nell'ambito delle misure di secondo livello previste dalla Procedura Lamfalussy si collocano due provvedimenti normativi: la Direttiva 2006/73/CE, relativa ai requisiti di organizzazione delle imprese di investimento e alle modalità di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento; e il Regolamento 1287/2006 del 10 agosto 2006, relativo alle operazioni di negoziazione, alla trasparenza dei mercati di negoziazione e all'ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni.[112]

Il CESR ha, poi, emanato una serie di linee guida e di raccomandazioni nell'ambito del Livello 3 della Procedura, al fine di ottenere la cd. *Regulatory Convergency*.

Nella direttiva MiFID la spinta attrattiva ad una comune fonte legislativa comunitaria è ancora più evidente per effetto di un'armonizzazione che tende al suo grado massimo; in questo modo, sono fortemente ridotti gli spazi regolamentati nazionali.[113]

D'altra parte, tale effetto è parzialmente compensato dalla partecipazione delle autorità nazionali e dei soggetti privati destinatari delle norme al processo di elaborazione della disciplina a livello comunitario.

Di fatto, nelle consultazioni pubbliche sinora svolte non si sono fatte sentire le rappresentanze dei consumatori e non tutti gli operatori del mercato hanno partecipato con la medesima intensità.

4. La direttiva MiFID nel quadro della Procedura Lamfalussy.

Dopo aver sommariamente descritto la *ratio* della disciplina contenuta nella direttiva MiFID, è possibile verificare, attraverso una analisi empirica, se gli obiettivi stabiliti dal Comitato dei Saggi siano stati raggiunti.

La MIFID, che secondo le indicazioni del Comitato Lamfalussy avrebbe dovuto contenere esclusivamente principi quadro, è in realtà molto dettagliata; si consideri, ad esempio, che, mentre la ISD si componeva di 39 articoli, la MIFID ne contiene ben 169.

---

[112] Entrambi pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, L241 del 2 settembre 2006.

[113] C. COMPORTI, *La direttiva europea "MiFID": le principali innovazioni*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, n. 1, 2007, p. 57 e ss.

Quanto agli strumenti di secondo livello, è interessante soffermarsi sulle motivazioni addotte nella scelta dello strumento da utilizzare per disciplinare le misure di esecuzione.
In armonia con quanto suggerito dal Interinstitutional Monitoring Group,[114] l'utilizzo della direttiva è stato motivato per consentire che le norme di esecuzione venissero adeguate alle specificità del mercato e dell'ordinamento giuridico di ciascuno Stato membro
(considerando 2 della MIFID). L'uso del regolamento

disposizioni che promuovono l'integrazione dei mercati, quali ad esempio le previsioni relative alla
comunicazione delle operazioni e alla trasparenza (considerando 2 del Regolamento).
Si segnala poi che nonostante la nuova normativa europea in materia di mercati degli strumenti finanziari si
proponga di incrementare il livello di armonizzazione fra gli Stati membri, tale obiettivo potrebbe subire un
qualche ridimensionamento per il fatto che la Direttiva II consente agli Stati membri di mantenere o di
imporre obblighi o requisiti aggiuntivi (cd. goldplating); ciò che peraltro è consentito solo nei casi eccezionali
in cui tali obblighi siano obiettivamente giustificati e proporzionati e considerata la necessità di far fronte a
rischi specifici per la protezione degli investitori. L'imposizione di tali obblighi e requisiti aggiuntivi è poi
sottoposta a uno specifico regime procedurale disciplinato nella Direttiva II (art. 4), in armonia con quanto
suggerito dal comitato interistituzionale.
L'espressione del principio del goldplating assume una notevole importanza nel contesto della creazione di

[114] nella bozza della seconda relazione sullo stato di attuazione della procedura Lamfalussy.

un efficiente mercato unico europeo poiché consente di arginare, in qualche misura, il fenomeno di
arbitraggio normativo e di creare un level playing field a livello comunitario. Per tale ragione, sarebbe forse
stato opportuno prevederlo anche negli altri atti normativi emanati secondo la procedura Lamfalussy, in
attuazione del piano di azione per i servizi finanziari21 (Direttiva prospetto, market abuse, ecc.).
Per quanto riguarda le misure di terzo livello, il CESR ha pubblicato di recente alcune raccomandazioni volte
a uniformare l'applicazione della normativa di secondo livello negli Stati membri, con particolare riguardo agli
aspetti relativi alla pubblicazione e al consolidamento delle informazioni22.
Per quanto concerne infine le misure di quarto livello, la Commissione Europea ha recentemente avviato una
serie di consultazioni per verificare la corretta implementazione della MIFID con riguardo ad alcune
previsioni, quali, a mero titolo esemplificativo, l'obbligo di best execution nel caso di negoziazione per conto
proprio.

Con riguardo al primo livello della procedura Lamfalussy, la direttiva MiFID contiene, a discapito degli intenti originari del Comitato dei Saggi, numerose norme di estremo dettaglio che incidono sulla struttura dei mercati di strumenti finanziari, sulle regole di comportamento degli intermediari e sulla tutela degli investitori.

In considerazione di questo estremo dettagli, in Italia la legge comunitaria 2004 si limitò a delegare al Governo il recepimento della direttiva senza, peraltro, prevedere criteri di delega.

La scelta del legislatore italiano, tuttavia, non rispecchia la natura dell'atto comunitario, che implica una operazione di trasposizione da parte degli Stati membri; del resto, alcune parti della direttiva prevedono una opzione, come, ad esempio, l'art. 3 sulle esenzione facoltative, l'art. 24, co. 3 sulla possibilità di riconoscere a talune imprese lo status di "controparte qualificata".

Rispetto alla previgente direttiva 93/22, la direttiva MiFID include i derivati su merci, precedentemente esclusi, nell'elenco degli strumenti finanziari.

Del resto, in Italia, il D.Lgs. n. 58/1998 aveva già collocato i derivati su merci tra gli strumenti finanziari, in ciò anticipando il legislatore comunitario. [115]

Peraltro, la trasposizione della direttiva nell'ordinamento inglese differisce proprio nel punto relativo alla definizione dei derivati su merci laddove, alla versione inglese "*that can be physically settled*", si contrappone la traduzione italiana "quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti".

A tale riguardo, il CESR, ha fornito indicazioni sulla nozione di "*commodity*" e sulla individuazione dei contratti stipulati "*for commercial purposes*", quindi diversi dai contratti derivati.

Per comprendere gli effetti della Direttiva MiFID sui Paesi europei e stabilire se si sia raggiunto l'obiettivo di un mercato integrato dei servizi finanziari, è utile prendere ad esempio un profilo specifico della nuova disciplina, analizzandolo nel dettaglio ed avvalendosi del metodo di analisi comparatistica per evidenziare le differenze di attuazione tra gli Stati membri.

---

[115] C. DI NOIA, N. POLLIO, *Le nuove direttive sul Market Abuse e sui servizi di investimento e la loro influenza sui mercati di derivati su merci*, in *Scambi su merci e derivati su commodities – quali prospettive?*, a cura di M. LAMANDINI, C. MOTTI, Giuffrè 2006, p. 247.

Sezione II – La *Prospectus Directive*

3. Contenuti e obiettivi della direttiva sul prospetto.

La nuova direttiva 2003/71/CE, sui prospetti informativi in caso di offerta al pubblico ovvero di ammissione alla quotazione, si propone di facilitare la raccolta di capitali in Europa armonizzando i requisiti dei prospetti.

Con tale provvedimento, il legislatore comunitario ha riordinato la frammentaria e disorganica disciplina sul prospetto di offerta[116] che prevedeva, tra l'altro, un complesso meccanismo di riconoscimento reciproco, per introdurre principi generali idonei ad assicurare la coerenza delle legislazioni nazionali che vi facciano riferimento.

Occorre verificare l'effettiva idoneità di tale sistema di regolazione ad agevolare le operazioni all'interno dei mercati finanziari e, in particolare, verificare se l'affidamento degli aspetti di dettaglio alla normativa secondaria possa costituire un ostacolo alla armonizzazione della disciplina dell'offerta pubblica.

Sotto il profilo del contenuto, il D.Lgs. in commento merita, poi, di essere segnalato per aver introdotto il cd. "passaporto europeo" degli emittenti.

In virtù di tale istituto, l'avvenuta approvazione del prospetto di offerta da parte dell'Autorità competente nello Stato di appartenenza dell'emittente consente allo stesso di presentare una offerta pubblica di acquisto in un altro Stato dell'Unione, senza dover attendere una nuova approvazione del prospetto.

---

[116] La disciplina sul prospetto d'offerta era contenuta nella direttiva 80/390/CEE del Consiglio, del 18.3.1980, per il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di una borsa valori, e nella direttiva 89/298/CEE del Consiglio, del 17.4.1989, per il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di valori mobiliari; quest'ultima venne successivamente integrata nella direttiva 2001/34/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28.5.2001, riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori.

Sulla procedura Lamfalussy, si v. M. Savino, *I comitati dell'Unione europea*; C. Comporti, *L'integrazione dei mercati finanziari europei e la cd. procedura Lamfalussy*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, n. 2, 2004, p. 269 e ss.; B. Vaccai, *Le processus Lamfalussy: une réussite pour la comitologie et un exemple de "bonne governance européenne"*, in *Revue du Droit de l'Union Européenne*, n. 4, 2005, p. 803 e ss. Per un esempio dell'impiego della procedura Lamfalussy, si v. S. Janin, *La première transposition d'une directive "Lamfalussy" – La transposition de la directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), in Revue du Marché commun et de l'Union européenne*, n. 485, 2005, p. 86 e ss.

Con riguardo al primo profilo, si pone il problema di individuare quale debba essere il livello di armonizzazione adeguato rispetto al raggiungimento dell'obiettivo di apertura dei mercati.

Tale livello, a ben vedere, non può essere rigidamente predeterminato, ma deve invece essere commisurato ai settori di volta in volta presi in considerazione.

Di conseguenza, sarà sufficiente una armonizzazione *minima* nelle ipotesi in cui la disciplina di riferimento richieda una particolare flessibilità e l'esigenza di adattarsi alla fisiologica mutevolezza del mercato[117] e una armonizzazione *massima*, laddove l'applicazione dei principi contenuti nelle direttive e nei regolamenti debba essere realizzata in modo puntuale ed uniforme in tutti gli Stati membri.

Quest'ultima soglia di armonizzazione meglio si adatta alla natura del passaporto europeo, che presuppone la realizzazione di un sistema uniforme di garanzie, affinché possa essere sempre assicurata la tutela degli investitori.

A ben vedere, però, il D.Lgs. n. 51/2007 ha sensibilmente ampliato le ipotesi di intervento della normazione secondaria.

Quanto al contenuto del prospetto, continua ad essere demandata ai regolamenti dell'Autorità la determinazione delle informazioni da inserire nel documento d'offerta, come le regole per la pubblicazione dei prospetti.

L'incremento della potestà regolamentare della Consob risulta anche evidente dalla avvenuta attribuzione del potere di determinare in via regolamentare delle disposizioni di attuazione delle norme relative alla Sezione I del Capo I.

L'autorità può, poi, individuare con regolamento altri soggetti i quali, per la loro particolare relazione con l'offerente, devono rispettare gli obblighi di comunicazione al pubblico delle informazioni sull'offerta di quote o azioni di Oicr aperti, che, come meglio si vedrà in seguito, sono stati assoggettati alla disciplina del prospetto d'offerta.

Alla Consob viene, ancora, demandato il compito di individuare con regolamento gli "investitori qualificati" ai quali non si applica, in ragione della loro professionalità, la disciplina sul prospetto.

---

[117] In proposito, C. Comporti, *op. cit.*, prende ad esempio l'ipotesi in cui le direttive o i regolamenti individuino alcune pratiche di negoziazione idonee a configurare il reato di *insider trading*: tali ipotesi dovranno necessariamente modellarsi in considerazione delle peculiarità previste dalle varie discipline nazionali.

La Consob può, infine, individuare con regolamento le offerte al pubblico di prodotti finanziari alle quali non vadano applicate le norme del Capo I del Testo Unico della finanza, oltre alle ipotesi nelle quali l'offerta non presenti il carattere della pubblicità.

Ci si pone, a questo punto, il problema di stabilire se l'affidamento alla normativa secondaria del compito di indicare le informazioni da inserire nel prospetto sia idonea ad assicurare i livelli di armonizzazione massima prima accennati.

La risposta potrebbe essere, almeno in via teorica, positiva, se si considera la sussistenza, a livello comunitario, di numerose discipline di riferimento che possano orientare l'operato delle amministrazioni nazionali. Si pensi, ad esempio, alle indicazioni contenute in tal senso nella direttiva 2003/71/CE e alle direttive in materia di diritto societario e di principi contabili internazionali.

Occorre, però, attendere la fase applicativa del novellato D.Lgs. n. 58/1998 per comprendere l'effettiva idoneità del sistema di regolazione appena descritto a disciplinare la complessa materia del prospetto d'offerta.

Una liberalizzazione "condizionata".

Una volta analizzata la portata innovativa del D.Lgs. n. 51/2007 sotto il profilo della tecnica di regolazione, occorre ora soffermarsi sulle innovazioni recate da tale provvedimento dal punto di vista sostanziale.

Gli obiettivi della direttiva 2003/71/CE, che, come si è visto, consistono nell'abbattimento degli ostacoli alla più completa realizzazione del mercato comunitario, sembrano essere stati in parte raggiunti con l'istituzione del passaporto europeo degli emittenti.

Quest'ultimo era già stato introdotto, in materia finanziaria, dalla cd. Direttiva Eurosim (1993/22/CE) e successivamente contenuto nella direttiva 2004/39/CE (*Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID), in forza della quale gli intermediari finanziari che disponessero del "passaporto europeo" per la prestazione dei propri servizi di investimento avevano il diritto di svolgere la propria attività su tutto il territorio comunitario senza ulteriori adempimenti[118].

[118] Sul punto, si v. F. Palmucci, *I mercati mobiliari italiani: la regolamentazione e la vigilanza*, in S. Cenni e R. Ferretti, *Economia dei mercati e degli strumenti finanziari*, Torino, 2006, p. 397 e ss.; S. Fortunato, *Art. 13* e *Art. 14*, in *L'Eurosim – D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415,* a cura di G.F. Campobasso,

Come si è detto, in forza della nuova disciplina l'emittente che sia in possesso dell'autorizzazione rilasciata dall'autorità di vigilanza dello Stato di appartenenza ed intenda offrire i propri prodotti finanziari in più Stati membri dovrà semplicemente notificare alle autorità competenti il relativo prospetto già approvato.

Il novellato art. 98 del Tuf prevede, infatti, che il prospetto approvato dalla Consob abbia una validità automatica negli altri Stati membri ai fini dell'offerta al pubblico di strumenti finanziari comunitari; alla autorità di vigilanza è, poi, affidato il compito di effettuare la notifica secondo la procedura prevista dalle disposizioni comunitarie.

Viene, dunque, semplificata la procedura di riconoscimento reciproco prevista dalla disciplina antecedente.

Anche per le offerte pubbliche di società aventi sede in uno Stato extraeuropeo sono ora previste delle procedure semplificate di riconoscimento del prospetto.

Qualora, infatti, gli emittenti abbiano sede in Stati extracomunitari e l'Italia sia lo Stato membro ospitante, la Consob ha la facoltà di approvare il prospetto redatto in conformità alla disciplina di origine, a condizione che siano stati rispettati gli *standards* internazionali definiti dagli organismi internazionali delle Commissioni di vigilanza dei mercati[119] e le informazioni richieste siano equivalenti alle prescrizioni previste dalle disposizioni comunitarie (art. 98-bis Tuf).

L'obiettivo di facilitare gli scambi commerciali viene, dunque, perseguito anche al di fuori dei confini comunitari.

Alla "liberalizzazione" della disciplina di riferimento fa, però, da contrappeso l'esigenza di tutelare gli investitori, attraverso la predisposizione di sistemi equivalenti di garanzie e di tutele.

Milano, 1997, p. 85 e ss. Sul progressivo recepimento dei principi comunitari all'interno dei mercati finanziari, si v. M. Berlanda, *Nuova disciplina dei mercati e concorrenzialità della Borsa Italiana*, in *La riforma dei marcati finanziari – dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, 1998, p. 435 e ss.

[119] Nell'ambito degli *standards* da rispettare nella elaborazione del prospetto sono compresi i *Disclosure Standards* della *International Organization of Security Commission* (IOSCO), una *transgovernmental regulatory network* che opera come autorità di regolazione nel settore mobiliare. Per un'attenta analisi delle caratteristiche di tali *standards* e della IOSCO, si v. A. Cassatella, *La regolazione globale del mercato mobiliare: la* International Organization of Securities Commissions (IOSCO), in corso di pubblicazione.

Tale esigenza implica, in particolare, la necessità che le informazioni contenute nel prospetto siano univocamente comprensibili ed utilizzabili e, quindi, redatte secondo precisi schemi internazionalmente condivisi.

Gli investitori dello Stato ospitante devono essere posti nella condizione di comprendere, sulla base del documento d'offerta, lo stato economico della società che lo abbia emesso, utilizzando come raffronto gli stessi parametri impiegati nella valutazione dei documenti d'offerta presentati da società nazionali.

A tal fine, conformemente a quanto stabilito dall'art. 5 della direttiva 2003/71/CE, la novella legislativa ha integrato l'art. 94 del Tuf disponendo che le informazioni contenute nel prospetto debbano essere presentate in una forma facilmente analizzabile e comprensibile.

L'obiettivo di tutela degli investitori viene realizzato anche attraverso la particolare attenzione prestata alla disciplina degli obblighi informativi.

Conformemente a quanto disposto dall'art. 8, paragrafo 1, della direttiva 2003/71/CE, il nuovo art. 95 bis del Tuf prevede che l'accettazione dell'acquisto o della sottoscrizione di prodotti finanziari comunitari possa essere revocata entro il termine indicato nel prospetto, comunque non inferiore a due giorni lavorativi, qualora il prospetto non contenga informazioni rilevanti sull'offerta[120].

Il rilievo attribuito alle informazioni contenute nel prospetto si desume anche dalla estensione del potere della Consob di richiedere la pubblicazione di notizie ed informazioni e la trasmissione di documenti e notizie, prima previsto per i soli emittenti, anche ad altri soggetti, come gli offerenti, i revisori contabili e i componenti degli organi sociali degli emettenti e degli stessi offerenti, nonché gli intermediari incaricati del collocamento (art. 97, Tuf).

In considerazione di tale estensione, assume una portata più limitata il potere della Consob, previsto al comma 2 dell'art. 97 Tuf, di individuare con regolamento ulteriori soggetti chiamati a rispettare gli obblighi informativi ora menzionati.

[120] In particolare, devono essere indicati le condizioni o i criteri per la determinazione del prezzo d'offerta definitivo; le condizioni o i criteri per la determinazione delle quantità dei prodotti da offrirsi al pubblico e il prezzo massimo dell'offerta.

L'art. 98 *quinquies* del Tuf estende l'operatività dell'art. 114, commi 5 e 6, relativi agli obblighi di comunicazione al pubblico delle informazioni sull'offerta, anche agli offerenti quote o azioni di Oicr aperti.

Anche nei confronti di tali offerenti la Consob può vigilare sulla correttezza delle informazioni rese al pubblico, richiedere notizie e documenti, assumere notizie, eseguire ispezioni ed esercitare gli ulteriori poteri previsti dall'art. 115 Tuf.

L'autorità può, poi, individuare con regolamento altri soggetti i quali, per la loro particolare relazione con l'offerente, devono rispettare i medesimi obblighi.

In definitiva, le modifiche recate al Tuf incidono su una serie di soggetti. Occorre, a questo punto, stabilire se l'agevolazione degli scambi ottenuta con il passaporto europeo venga opportunamente bilanciata da una adeguata tutela degli investitori.

Un potenziamento dei controlli.

Alla eliminazione delle complesse procedure di riconoscimento reciproco e ad una conseguente apertura verso la liberalizzazione degli scambi internazionali fa da contrappeso, oltre che un rafforzamento della tutela dei risparmiatori, un significativo incremento dei poteri della Consob: oltre a quelli regolamentari, di cui già si è detto, sono stati incisivamente accresciuti i poteri di controllo e i poteri cautelari.

Quanto ai poteri di controllo, essi sono stati ampliati in ossequio al principio dell'*home country control*, corollario del principio del mutuo riconoscimento, secondo il quale il controllo sulle imprese di investimento spetta alla Autorità di origine dell'intermediario e non a quella dello Stato ospitante.

Il novellato art. 94-bis dispone che la Consob, verificata la completezza del prospetto e la coerenza e comprensibilità delle informazioni fornite, approvi espressamente[121] il documento d'offerta con le modalità stabilite dall'art. 13 della direttiva 2003/71/CE[122].

---

[121] In ragione di tale nuova formulazione, la *querelle* relativa alla individuazione della natura giuridica del controllo della Consob sul prospetto sembra essere ormai risolta a favore di quella parte della dottrina che l'aveva ricondotta ad un'autorizzazione. Sul punto, S. Cassese, *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, Milano, 1986, p. 56 ss.; F. Merusi, *Consob. L'istituzione e la legge penale, Milano*, 1987, p. 174; G. Minervini, *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Napoli, 1989, p. 137 ss.

[122] Al riguardo, la richiamata disposizione prevede che l'autorità competente comunichi all'emittente, all'offerente o alla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato la sua decisione relativa all'approvazione del prospetto entro dieci giorni lavorativi dalla presentazione della bozza di prospetto. Il termine è esteso a venti giorni lavorativi se l'offerta al pubblico riguarda strumenti

Il D.Lgs. n. 51/07 ha, dunque, eliminato la originaria distinzione tra le modalità di approvazione della sollecitazione avente ad oggetto prodotti finanziari non quotati o non diffusi tra il pubblico, per la quale era prevista un'espressa autorizzazione dell'Autorità secondo modalità fissate con regolamento, e quella relativa a tutti gli altri casi, nei quali il controllo della Consob era senza dubbio meno penetrante, essendo la procedura per la sollecitazione assoggettata al meccanismo del silenzio assenso.

Lo stesso procedimento è stato esteso anche all'offerta di quote di fondi aperti o di azioni di Sicav.

Come avviene per l'offerta di strumenti finanziari comunitari, infatti, anche in caso di offerta al pubblico di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di Oicr aperti è ora necessaria la preventiva comunicazione dell'offerta alla Consob, previa allegazione del prospetto completo e del prospetto semplificato destinati alla pubblicazione (art. 98-ter, comma 1, D.Lgs. n. 51/1998). La pubblicazione dei prospetti, poi, è disciplinata dalla stessa Consob con regolamento.

Alla Consob sono, poi, attribuiti ampi poteri per lo svolgimento di indagini conoscitive nei confronti dei sottoscrittori delle quote o azioni di Oicr aperti, qualora sussista un fondato sospetto di violazione delle disposizioni contenute nel Capo I del D.Lgs. n. 58/1998.

Sempre con riguardo al controllo sul prospetto d'offerta è stato, poi, istituito il meccanismo della delega di compiti, in applicazione di quanto stabilito dall'art. 21 della direttiva n. 2003/71/CE.

La Consob può, infatti, affidare alle società di gestione del mercato, mediante apposite convenzioni e tenuto conto delle caratteristiche dei singoli mercati, compiti inerenti al controllo del prospetto con riguardo ad offerte riguardanti strumenti finanziari comunitari ammessi alle negoziazioni ovvero oggetto di domanda di ammissione alle negoziazioni (art. 94-bis, co. 3, T.U.F.).

La Consob ha, inoltre, la facoltà di trasferire l'approvazione di un prospetto all'autorità competente di un altro Stato membro, previo assenso della medesima, ed

---

finanziari emessi da un emittente che non ha alcuno strumento finanziario regolamentato e che non ha mai offerto strumenti finanziari al pubblico. L'autorità competente, qualora lo ritenga necessario, può chiedere l'integrazione della documentazione presentata; in tal caso, i termini inizieranno a decorrere dal momento della presentazione delle integrazioni.

informare l'emittente e l'offerente entro tre giorni lavorativi dalla decisione (art. 94-bis, co. 5, T.U.F.).

In materia di poteri cautelari ed interdittivi, il provvedimento in esame ha previsto che l'Autorità possa disporre, direttamente o per mezzo di una società di gestione del mercato, l'interdizione o la sospensione dell'offerta di strumenti finanziari, anche diversi da quelli comunitari, in caso di fondato sospetto o di accertata violazione di una delle norme contenute nel Capo I e nelle disposizioni di attuazione (art. 99 Tuf).

Con riguardo alle misure cautelari, la disposizione previgente prevedeva l'adozione da parte dell'Autorità, in caso di fondato sospetto di violazione in tema di sollecitazione, di un provvedimento di sospensione, limitato ad un periodo massimo di novanta giorni[123].

Il novellato art. 99 del Tuf, invece, mantiene inalterato il termine originario solo per le offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti comunitari; in tutti gli altri casi, invece, la disposizione attribuisce alla Consob il potere di sospendere l'offerta di strumenti finanziari comunitari per un periodo massimo di dieci giorni lavorativi consecutivi "per ciascuna volta".

Tale precisazione del legislatore delegato potrebbe indicare la possibilità di applicare varie sospensioni in relazione a violazioni di diverse disposizioni.

Diversamente, la norma in esame potrebbe essere interpretata come possibilità per la Consob di reiterare la misura cautelare allo scadere dei dieci giorni, in senso conforme alla *ratio* direttiva 2003/71/CE, che dispone l'attribuzione alle autorità degli Stati membri dell'ampio potere di adottare tutte le misure opportune per tutelare gli investitori.

L'art. 99 non prevede, infatti, alcuna limitazione alla possibilità di reiterare la misura cautelare, qualora si renda nuovamente necessario, come invece era previsto dalla disciplina previgente.

Quanto, poi, alle modalità di esercizio del potere interdittivo, la novella legislativa ne ha ampliato i presupposti.

---

[123] R. D'Ambrosio, *Art. 99*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, diretto da G. Alpa – F. Capriglione, pt. II, 1998, p. 924 e ss.

Accanto alla ipotesi originaria di accertata violazione delle disposizioni del Capo I, è ora attribuito alla Consob il potere di vietare l'offerta in caso sussista un fondato sospetto di violazione delle stesse norme di riferimento.

Tale previsione, che riproduce il disposto della direttiva 2003/71/CE, amplia considerevolmente i poteri della Consob, ricollegando l'emanazione di un provvedimento definitivo alla discrezionale valutazione dell'autorità sulla sussistenza di una violazione non accertata, ma soltanto ipotizzata.

L'autorità può, inoltre, rendere pubblico il fatto che l'offerente o l'emittente non abbia ottemperato ai propri obblighi.

La Consob ha, infine, la facoltà di adottare tutte le misure che ritenga più opportune per tutelare gli investitori qualora, nonostante le misure adottate dall'autorità dello Stato membro di origine o l'inadeguatezza delle stesse, l'emittente perseveri nella violazione delle disposizioni legislative e regolamentari pertinenti (art. 99, comma 3, Tuf.).

Si deve, a questo punto, valutare quali siano gli eventuali effetti di un siffatto ampliamento dei poteri della Consob.

Un nuovo ruolo della Consob?

L'analisi svolta consente di svolgere alcune osservazioni conclusive sulla base di due diversi ordini di considerazioni.

Sotto un primo profilo, si pone la questione di esaminare la validità di una tecnica di regolazione che si fonda sulla realizzazione *per gradi* di una disciplina armonizzata in tutti gli Stati membri.

A tale riguardo, occorre accertare l'effettiva possibilità di conciliare l'esigenza di elaborare regole dettagliate sul contenuto del prospetto, al fine di ottenere una armonizzazione massima, e l'effettivo incremento del potere regolamentare delle autorità di vigilanza degli Stati membri.

In particolare, sembra interessante soffermarsi sulla problematica individuazione dei limiti all'esercizio della potestà regolamentare della Consob.

La discrezionale elencazione, con regolamento, delle ipotesi di offerta alle quali non vadano applicate le disposizioni contenute nel Capo I, ad esempio, conferisce alla autorità di vigilanza un indubbio potere di esonerare alcuni soggetti dall'applicazione dei complessi principi relativi alla sollecitazione all'investimento.

Non vi sono, peraltro, parametri legislativi di riferimento che possano orientare la scelta della Consob e che possano eventualmente evidenziare una scelta censurabile.

Vi sono solo dei principi generali, enunciati dal legislatore comunitario nella direttiva 2003/71/CE e nelle altre direttive in materia societaria, che costituiscono senza dubbio parametro di valutazione imprescindibile in relazione alla attività di normazione secondaria di competenza delle Autorità di vigilanza nazionali.

L'affidamento alla normativa secondaria del compito di individuare le informazioni rilevanti da inserire all'interno del prospetto di offerta potrebbe, ad esempio, comportare un *gap* informativo per gli investitori provenienti da altri Stati membri, la normativa dei quali preveda contenuti più ampi o diversi del documento.

La fissazione di criteri generali che si limitino ad orientare l'elaborazione della normativa secondaria è, forse, insufficiente ai fini della realizzazione di una effettiva armonizzazione delle discipline nazionali.

A tale riguardo potrebbe essere risolutivo un intervento della Commissione europea, che uniformi *ex post* ai principi comunitari le diverse normative secondarie degli Stati membri.

In ogni caso, sembra opportuno attendere da parte della Consob la fase applicativa delle disposizioni in commento e verificare nel concreto se effettivamente una normazione per principi si riveli inadeguata allo scopo perseguito dalla direttiva 2003/71/CE.

Sotto un secondo profilo, dall'analisi svolta è possibile evidenziare, rispetto al Decreto legislativo in commento, un effetto macroeconomico ed una serie di conseguenze che potenzialmente possono coinvolgere gli emittenti, i risparmiatori e la Consob.

L'effetto macroeconomico consiste nell'abbattimento delle barriere anche in relazione alla disciplina della offerta pubblica di acquisto e nella conseguente ulteriore apertura del mercato comune.

Nei confronti degli emittenti si può, invece, riscontrare una duplice conseguenza: da una parte viene ampliato il loro margine di operatività, attraverso la semplificazione delle procedure di riconoscimento del prospetto; dall'altra, però, ad una maggiore liberalizzazione fa da contrappeso un aggravio degli obblighi informativi e dei controlli da parte della Autorità.

Tale inasprimento dei controlli ha delle ripercussioni anche nei confronti dei risparmiatori, che devono essere tutelati nel momento in cui sono chiamati ad operare rischiose scelte di investimento.

Una simile tutela deve essere, in particolare, apprestata attraverso la pubblicazione di informazioni affidabili e sufficientemente complete sulla situazione dell'emittente, in modo da porre l'investitore in grado di valutare le varie implicazioni connesse alla decisione di investimento.

La necessità di una forma facilmente analizzabile e comprensibile, nonché la previsione di una nota di sintesi che esponga i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta, evidenziano l'esigenza di trasparenza e di informazione degli investitori a fronte della necessità di speditezza in relazione alla circolazione delle informazioni[124].

Nell'ottica della trasparenza si colloca anche la previsione secondo la quale la Consob può rendere pubblico il fatto che l'emittente o l'offerente non ottemperi ai propri obblighi (art. 99, comma 1, lett. e) D.Lgs. n. 58/1998).

Le modifiche recate al D.Lgs. n. 58/1998 hanno, infine, inciso significativamente sulla Consob.

Il compito di dare attuazione, attraverso la normazione secondaria, ai principi enunciati dal legislatore nazionale e comunitario rappresenta un importante riconoscimento per la Commissione, che entra così a far parte della rete europea delle autorità di vigilanza.

Seppur con ritardo sembra, quindi, essersi realizzata quella che autorevole dottrina aveva definito come la *quinta stagione* della Consob[125]: ad un forte incremento dei poteri di vigilanza corrisponde un rafforzamento del legame con l'Europa.

---

[124] Sul difficile equilibrio tra le esigenze di semplicità del prospetto informativo, in ragione della sua utilizzabilità e diffusione, e quelle di completezza delle informazioni fornite, a tutela degli investitori, si v. M. Miola, *Art. 94*, in *Testo unico della finanza*, a cura di G.F. Campobasso, v. II, Torino, 2002, p. 802 ss. Sugli obblighi informativi in generale, G. Vesperini, *La Consob e l'informazione del mercato mobiliare*, Padova, 1993, p. 69 ss.

[125] Sulle "vite" della Consob si v. B. Libonati, *La quarta Consob*, in *Riv. Soc.*, n. 3, 1985, p. 433 e ss.; S. Cassese, *La Consob e i poteri indipendenti*, in *Riv. Soc.*, n. 3, 1994, pag. 412 e ss.; S. Cassese, *Dalla SEC alla Consob*, in *Giornale di diritto amministrativo*, n. 8, 2004, p. 903 e ss.; S. Cassese, *Vigilanza del mercato finanziario o vigilanza sulle autorità di controllo del mercato finanziario?*, in *Bancaria*, n. 7-8, 2004, p. 53 e ss.

Sebbene la stragrande maggioranza delle autorità non abbia il potere di creare e di supervisionare il registro degli investitori qualificati, è stato segnalata la possibilità che possano sorgere alcune questioni di compatibilità con la direttiva sulla protezione dei dati personali.

È stata, poi, rilevata una diversità di disciplina tra i vari ordinamenti

Con riguardo, in particolare, alla approvazione del prospetto, si deve registrare uniformità dei poteri attribuiti alle autorità dei Paesi europei.

Viceversa, diversa intensità ed estensione hanno i poteri delle autorità di inibire la pubblicazione del prospetto fin quando non sia stato approvato: la maggior parte delle autorità ha dichiarato che non può essere pubblicato alcun prospetto in assenza della necessaria approvazione, che può avvenire con diverse modalità; una delle autorità non dispone di tali poteri, mentre altre lo esercitano solo mediatamente. [126]

Nella maggior parte dei Paesi[127] il mancato rispetto di tale obbligo può comportare sanzioni amministrative come la sospensione o il divieto dell'offerta da parte delle autorità, sanzioni amministrative[128] o la pubblicazione della avvenuta violazione dell'obbligo da parte dell'emittente.

Tutte le autorità hanno il potere di notificare l'approvazione del prospetto per l'emittente, l'offerente o il soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione.

Quanto ai mezzi di comunicazione impiegati, oltre alla tradizionale lettera, sono generalmente utilizzati fax, telefono, e-mail e la pubblicazione sul sito web dell'autorità.

Tutte le autorità hanno il potere di chiedere integrazioni, entro termini stabiliti, ai soggetti che presentino documentazioni incomplete, mentre due di esse non hanno il potere di demandare l'approvazione di un prospetto alla autorità competente di un altro Stato membro.

---

[126] La disciplina CY, in particolare, pur non attribuendo alla autorità il potere di inibire la pubblicazione del prospetto prima della relativa approvazione, tuttavia prescrive un sistema di sanzioni amministrative correlato a tale violazione. La normativa austriaca, invece, prevede l'intervento della Autorità giudiziaria e l'autorità norvegese ha dichiarato di aver il potere di inibire la pubblicazione del prospetto e di comminare le relative sanzioni alla borsa.

[127] (BE, CY, EE, FI, IC, IT, LU, IE, ES, SI, SE e UK)

[128] BE, DE, EL, FI, IT, LV, NL, NO. In sei Paesi sono anche previste sanzioni penali BE, CY, AT, FI, PL e il Regno Unito.

La disciplina degli Stati membri è uniforme anche sotto il profilo della attribuzione del potere di garantire che il supplemento al prospetto venga pubblicato nel rispetto delle norme suesposte, sebbene in due Paesi tale potere venga esercitato con la collaborazione della autorità giudiziaria e in un altro caso tale potere sia stato delegato dalla competente autorità.

Le autorità competenti possono venire a conoscenza di modifiche rilevanti che comportano l'obbligo di integrare il prospetto attraverso degnazioni ad hoc, ma anche con altri mezzi, come ad esempio richieste,[129]querele,[130] denunce,[131] informazioni incrociate con i dipartimenti delle autorità[132] e proprie ricerche.[133]

Nella ipotesi in cui le autorità siano venute a conoscenza, attraverso i predetti mezzi, della necessità di apportare modifiche rilevanti al prospetto, esse possono, a seconda degli ordinamenti: esigere che l'emittente pubblichi un supplemento,[134] chiedere spiegazioni all'emittente,[135] sospendere o interdire l'offerta,[136] rendere una dichiarazione pubblica[137] o comminare una sanzione pecuniaria.[138]

Quanto ai poteri di vigilanza, si evidenzia un netto cambiamento dal 2004.

Le norme contenute nella direttiva sul prospetto attribuiscono agli Stati membri la possibilità di consentire la delega di compiti specifici da parte delle autorità competenti a terzi.

Secondo le disposizioni legislative e regolamentari nazionali di attuazione della direttiva, quasi la metà delle autorità non ha il potere di delegare i compiti relativi alla direttiva sul prospetto (CZ, FI, EE, DE, HU, LV, LT, MT, NL, PL, SK, SI, SE e UK), mentre l'altra metà non dispone di tale facoltà (AT, BE, CY, DK, EE, FR, EL, HU, IE, IT, LU, NO, PT e ES). Tuttavia, anche tra gli Stati membri che dispongono del potere di delega quasi nessuno ha utilizzato tale potere discrezionale nella pratica.

---

[129] At, FI, PL, Regno Unito e Danimarca
[130] AT, CY, FR, EE, PL, PT and DK
[131] PT and SE
[132] EE, PT and UK
[133] EE, FR, PL, AT, SE, DK, CY e PT che controlli su base giornaliera media
[134] FR, IT, PL, AT, BE, CY, NL, NO / borsa e PT, UK
[135] PL, MT
[136] PL, IT, BE
[137] PL, BE
[138] BE, DE, MT, SI e NL

Pertanto, tutte le autorità, ad eccezione di quella di uno stato membro (NO),[139] esercitano direttamente i poteri attribuiti dalla direttiva sul prospetto. Infine, in una giurisdizione (DK), molte competenze sono esercitate con domanda alle autorità giudiziarie.

Concludendo, può affermarsi, in via generale, che sia stata raggiunto l'obiettivo della armonizzazione in materia di poteri, sebbene sussistano tuttora significative divergenze tra le pratiche nazionali e la applicazione delle direttive, in particolare per quanto riguarda la natura, il livello e l'applicazione di poteri sanzionatori.

Si riscontrano, inoltre, divergenze con riguardo alla interpretazione dei termini generali della direttiva.

Tali questioni sono state affrontate nel contesto dei gruppi operativi del CESR, che hanno rilevato l'esigenza di conseguiti in questi settori una maggiore convergenza nella vigilanza.

Si deve, tuttavia, sottolineare che il recepimento della direttiva sul prospetto, in considerazione della sua natura di armonizzazione massima, ha sollevato minori problemi rispetto alla direttiva Market Abuse, che dimostra di essere gravemente pregiudizievole per raggiungere la convergenza della vigilanza in questo settore.

Per quanto riguarda i poteri derivanti dalla direttiva sul prospetto e le relative misure di esecuzione, essi sono stati attribuiti ai membri del CESR, che rappresentano, nei rispettivi Paesi, le autorità centrali competenti ad esercitarli.

Nel 2004 la stragrande maggioranza dei membri del CESR non aveva il potere di trasferimento dei poteri di vigilanza ad un regolatore di valori mobiliari di altro Stato membro.

Quella sul prospetto è l'unica direttiva nell'ambito del settore dei valori mobiliari, che ha introdotto la possibilità per l'autorità competente di trasferire il potere di approvazione del prospetto all'autorità di un altro Stato membro senza tuttavia obbligarlo. Tutte le autorità, ad eccezione di due (DE e LV), hanno la facoltà di trasferire l'approvazione di un prospetto all'autorità competente di un altro degli Stati membri.

[139] Nel caso della NO tutti i poteri, tra cui quelli sanzionatori, sono stati delegati alla borsa. In IE l'autorità che ha delegato alcuni compiti alla borsa.

Per quanto riguarda lo scopo principale del PD cioè il potere di approvare il prospetto e la
integrare tutte le autorità, ad eccezione di uno (NO) hanno questo potere. IN NESSUN thispower è stata delegata alla borsa. In una giurisdizione (IE), l'autorità che ha delegato determinati compiti relativi alla verifica dei prospetti di borsa, ma la potere di approvazione spetta alle autorità, come previsto nel PD.

Sezione III – La *Market Abuse Directive*

4. Contenuti e obiettivi della direttiva sugli abusi di mercato

La disciplina comunitaria sugli abusi di mercato costituisce il primo esempio di realizzazione degli obiettivi contenuti nel Piano di Azione per i Servizi Finanziari, nonché la prima applicazione della procedura Lamfalussy.

La direttiva sugli abusi di mercato, unitamente alle prime misure attuative, fornisce un quadro armonizzato di contrasto di prassi illecite, del tipo di *insider trading* o manipolazione, dotando le autorità competenti di poteri incisivi di indagine ed introducendo la possibilità per le stesse di imporre sanzioni di tipo amministrativo, in aggiunta o alternativa a quelle penali.

Accanto alla direttiva di primo livello 2003/6/CE, sono stati emanati vari provvedimenti di secondo livello: le direttive della Commissione Europea n. 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE e il regolamento della Commissione n. 2273/2003/CE.

In particolare, la direttiva della Commissione 2003/124/CE riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato; la direttiva n. 2003/125/CE concerne la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico dei conflitti di interesse; la direttiva 2004/72/CE si occupa di prassi di mercato ammesse, definizione di informazioni privilegiate in relazione agli strumenti derivati su merci, istituzione dei registri degli *insiders*, notifica delle operazioni di *insider dealing* e segnalazione di operazioni sospette. Il regolamento della Commissione n. 2273/2003/CE, infine, detta le condizioni necessarie affinché i programmi di riacquisto delle operazioni proprie e le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari possano beneficiare delle deroghe alla disciplina degli abusi di mercato.

Per il terzo livello, poi, il CESR ha emanato una serie di *standards* comuni destinati alle autorità di vigilanza nazionali e finalizzati alla coerente ed uniforme applicazione della direttiva.[140]

---

[140] CESR/04-505b, disponibile sul sito

In Italia l'iter per il recepimento della disciplina comunitaria sugli abusi di mercato è stato particolarmente travagliato: vanificati i tentativi di delega al Governo, nel testo finale della legge comunitaria 2004 si è optato per il recepimento diretto della direttiva, con rinvio a regolamenti attuativi della Consob.[141]

Nella proposta di direttiva-quadro, il legislatore comunitario ha dichiarato che "la nuova disciplina delineata dalla presente direttiva non mira a sostituire alle disposizioni nazionali in materia disposizioni comunitarie di diretta applicazione; essa vuole piuttosto contribuire a favorire una certa convergenza tra le diverse discipline nazionali tramite l'ottemperanza ai requisiti da essa stabiliti".[142]

Di fatto, tuttavia, la normativa comunitaria sugli abusi di mercato ha limitato il potere di regolamentazione delle autorità nazionali, né tale depotenziamento è stato adeguatamente compensato da un meccanismo di consultazione preventiva.

Contrariamente a quanto stabilito nel rapporto dei Saggi, invero, la proposta di direttiva sugli abusi di mercato è stata adottata dalla Commissione, in data 30 maggio 2001, in assenza di consultazione formale delle parti interessate.

Il motivo addotto dalla Commissione nella relazione di accompagnamento della proposta riguarda l'intenzione di evitare ritardi e lo svolgimento di precedenti e ampie consultazioni sul tema.

Quanto, invece, alla vigilanza delle autorità nazionali, la direttiva-quadro ne potenzia i poteri. In particolare, alle autorità competenti è attribuita la facoltà di effettuare ispezioni, richiedere registrazioni telefoniche e informazioni, inibire qualsiasi prassi contraria alla normativa, disporre il congelamento o sequestro dei beni.

Dalle osservazioni rese dagli Stati membri non è stato posto in luce alcun conflitto di natura costituzionale nell'esercizio dei poteri loro affidati; in generale, i Paesi europei sono legittimati ad esercitare i poteri che sono stati loro attribuiti dalle direttive comunitarie. La varietà dei casi e la diversità delle pratiche amministrative, tuttavia, potrebbe sollevare problemi di natura costituzionale.

---

[141] Nel maggio 2005 la Consob ha promosso una consultazione finalizzata ad apportare delle modifiche al Regolamento Emittenti per tenere conto del recepimento della direttiva comunitaria sugli abusi di mercato.

[142] Cfr. COM (2001) 281 def 30 maggio 2001, p. 5.

In relazione ai poteri sanzionatori, una rilevazione condotta nel 2006 ha evidenziato una netta tendenza alla armonizzazione rispetto al 2004: mentre, infatti, in precedenza solo il 62% delle autorità aveva il potere di irrogare sanzioni amministrative,[143] attualmente quasi tutte le autorità dispongono del potere di adottare opportuni provvedimenti e misure amministrative.

Anche in materia di normativa e di cooperazione internazionale si è registrato un netto incremento dei poteri delle autorità nazionali: la direttiva sugli abusi di mercato ha infatti attribuito alle autorità competenti il potere di chiedere informazioni a qualsiasi persona e di avere accesso a qualsiasi documento.

Sotto il profilo della regolamentazione, infine, tutte le autorità nazionali hanno dichiarato di avere il potere di adottare regolamenti nelle materie contemplate dalla MAD.

Tutte le autorità, con l'eccezione di NO e SE[144], hanno il potere di stabilire se un soggetto possa avere o meno accesso alle informazioni privilegiate e se si versi o meno nella fattispecie di abuso.

I metodi di controllo e i criteri utilizzati per stabilire se un individuo non ha accesso a informazioni privilegiate, ovvero per garantire che venga applicato il divieto di abuso di informazioni privilegiate sono abbastanza simili in tutta Europa.[145]

Sanzioni.

Gli Stati membri sono tenuti a garantire l'adozione di sanzioni amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive in caso di violazione delle disposizioni della direttiva sul Market Abuse.

Sebbene tutte le autorità abbiano dichiarato di disporre di tale potere, devono essere alcune precisazioni: l'autorità SE ha, infatti, il potere di imporre sanzioni amministrative solo in materia di violazione degli obblighi di dichiarazione, mentre in

[143] Il 22% avrebbe potuto irrogare sanzioni solo con l'intervento congiunto di un'altra autorità o previa delega ad altro soggetto, mentre il restante 22% non aveva alcun potere sazionatorio.

[144] In SE la decisione di ammettere o meno un soggetto alle informazioni privilegiate è rimessa alle autorità giudiziarie penali, così come la NO. L'autorità di regolazione di IE ha invece delegato alcune funzioni di vigilanza all'Irish Stock Exchange.

[145] Tali metodi comprendono l'esame di tutte le informazioni pubbliche, come, ad esempio, giornali e le informazioni pubblicate dalle emittenti, l'analisi delle informazioni riservate ottenute dalle autorità competenti, le indagini e il monitoraggio sulle informazioni false e fuorvianti e così via.

Danimarca l'autorità di regolazione ha il potere di impartire ordini e comminare ammende, ma gli ordini sono eseguiti dalla autorità di polizia.

Le autorità di quattro Paesi, inoltre, (FI, IE, LV, e NO) esercitano il proprio potere, in misura diversa, in collaborazione con l'autorità giudiziaria.[146]

L'Authority di uno Stato membro (Regno Unito) ha un potere sanzionatorio illimitato, a differenza della maggior parte degli ordinamenti nei quali è stabilito un limite massimo delle ammende. Oltre alla irrogazione di ammende, sono disponibili altre sanzioni, come le ingiunzioni, gli ordini di restituzione e le dichiarazioni pubbliche.

Le autorità competenti di ventuno Paesi[147] hanno il potere di irrogare direttamente sanzioni in caso di mancata collaborazione in un'indagine ai sensi dell'art. 12 della direttiva.

Ulteriori dettagli sui poteri degli Stati membri sono previsti nella tabella che segue:

Autorità	**Cooperazione nelle indagini**
AT	L'autorità ha delegato il potere sanzionatorio, delegando l'emanazione di misure esecutive ad una agenzia amministrativa.
FI	Solo con imprese regolamentate.
IE, LV, NO, PL	Demanda alle autorità giudiziarie.
DK	Ha il potere di impartire ordini ai soggetti che non si conformano alla normativa, ma gli ordini sono eseguiti dalla autorità di polizia.
FR, IT, NL	Oltre ad irrogare direttamente sanzioni, può deferire la questione al Procuratore della Repubblica.

[146]In FI, il Market Court ha il potere di imporre una sanzione pecuniaria, su proposta della autorità competente, mentre in IE, l'Autorità può imporre sanzioni amministrative e cercare conferma del Tribunale per l'applicazione delle stesse, se necessario. In NO, solo la polizia può infliggere ammende, ma l'autorità competente può rilasciare un correttivo ordine, revocare l'autorizzazione o il rilascio di una decisione di ordinare la consegna di guadagno derivanti da negligenza o di un suo violazione.

[147] BE, CY, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FR, HU, IS, IT, LT, LU, MT, NL, PT, SE, SK, SI, e Regno Unito

Sezione IV – *La* Transparency Directive

5. Obiettivi della direttiva e attuazione dei vari livelli.

La direttiva 2004/109/CE del 15 dicembre 2004 prevede che gli emittenti di valori mobiliari in mercati regolamentati all'interno dell'Unione garantiscano una adeguata trasparenza per gli investitori attraverso la divulgazione di un regolare flusso di informazioni e la diffusione delle stesse al pubblico in tutta la Comunità.

Tali informazioni consistono in rapporti finanziari, informazioni sul diritto di voto delle principali aziende ed informazioni comunicate a norma della direttiva sugli abusi di mercato.

Di conseguenza, gli azionisti o le persone fisiche o giuridiche che detengono diritti di voto dovrebbero altresì informare gli emittenti delle acquisizione o di altre modifiche di partecipazioni rilevanti nella società in modo che questi ultimi siano in grado di tenere il pubblico informato.

La direttiva sulla trasparenza è uno strumento importante per la modernizzazione dei mercati finanziari dell'Unione europea.

La direttiva 2004/109/CE ha modificato la previgente direttiva 2001/34/CE del 28 maggio 2001, a sua volta recante norme contenute in precedenti direttive.

Le nuove norme in materia di obblighi di trasparenza si applicano agli emittenti di valori mobiliari nei mercati regolamentati all'interno della Comunità, lasciando, al tempo stesso, agli Stati la facoltà di stabilire i requisiti che dovrebbero essere applicabili ai mercati alternativi.

La direttiva sulla trasparenza contiene norme in materia di: divulgazione di informazioni (ad esempio, le scadenze, contenuto, formato, lingua, ecc); la diffusione delle informazioni al pubblico e alle autorità competenti; la responsabilità degli emittenti in materia di divulgazione di informazioni, la sorveglianza da parte delle autorità competenti e le sanzioni in caso di violazione delle norme.

La direttiva stabilisce che il diritto nazionale è applicabile, a prescindere dal luogo di quotazione della emittente: il cosiddetto principio dell'home country control.

La direttiva contiene anche alcune disposizioni riguardanti il trattamento di emittenti di paesi terzi.

Le principali novità della direttiva sulla trasparenza, rispetto al precedente regime della

Direttiva 2001/34/CE, sono i seguenti:
- il principio dell'home country control e le sue conseguenze per quanto riguarda il caso diritto e poteri di vigilanza delle autorità competenti (articolo 3);
- La riduzione dei termini per la divulgazione della relazione finanziaria annuale e semestrale (articoli 4 e 5);
- L'obbligo di divulgare le relazioni finanziarie trimestrali (articolo 6);

Rapporto sullo stato della legislazione 2007

La legge n. 77/2007, approvata a poca distanza dall'approvazione della legge comunitaria 2006 e mentre era da poco iniziato l'esame, presso il Senato, del disegno di legge comunitaria 2007, contiene disposizioni di delega al Governo per l'attuazione delle direttive 2002/15/CE, del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 marzo 2002, concernente l'organizzazione dell'orario di lavoro delle persone che effettuano operazioni mobili di autotrasporto; 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto; 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, e successive modificazioni, relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

Le suddette direttive erano incluse nell'allegato B della legge n. 62 del 2005 e il termine ultimo per il loro recepimento è scaduto senza che siano stati emanati i decreti legislativi.

L'ultima fase dell'*iter* di approvazione della legge comunitaria 2006 ha visto l'emanazione e la successiva conversione di altri due decreti-legge, finalizzati a dare attuazione ad obblighi comunitari: si tratta del decretolegge 27 dicembre 2006, n. 297, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 febbraio 2007, n. 15452, e del decreto-legge 15 febbraio 2007, n. 10, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 aprile 2007, n. 46453.

In particolare, il primo di tali decreti-legge ha dato attuazione alle direttive comunitarie 2006/48/CE e 2006/49/CE, il cui recepimento è previsto anche nella legge comunitaria 2006 (allegato B).

Capitolo IV
L'incidenza della regolazione internazionale sulla Procedura Lamfalussy

1. La *International Organization of Securities Commission*

La *International Organization of Securities Commission* venne fondata nel 1983 come soggetto privato che svolge attività di regolazione di rilevanza pubblicistica ad un livello trasnazionale attraverso la cooperazione dei singoli regolatori nazionali, i quali agiscono alla stregua di in un network globale.

Le relazioni esterne della IOSCO possono astrattamente classificarsi in quattro tipologie: in primo luogo, l'Organizzazione partecipa, insieme ad altri attori dello scenario regolatorio globale, ad appositi *forum* di discussione ed elaborazione di nuove regole, aventi un ambito d'applicazione più ampio di quello settoriale.

Un primo esempio di tale tipologia di relazioni esterne concerne la partecipazione della IOSCO ad un *Joint Forum* costituito allo scopo di definire e studiare tutte le problematiche tecnico-giuridiche comuni ai mercati mobiliari, bancari ed assicurativi, anche attraverso l'adozione di strategie congiunte. Il Forum è composto, oltre che dalla IOSCO, dal *Basel Committee* e dalla IAIS, nonché da alcune autorità nazionali di regolazione dei settori bancario, mobiliare e assicurativo, già membri delle singole organizzazioni trasnazionali[148]. Al *Joint Forum* partecipa inoltre, in qualità di osservatore, la Commissione europea.

La IOSCO partecipa, inoltre, al *Financial Stability Forum* (FSF)[149], costituito nel 1999 allo scopo di promuovere la stabilità finanziaria internazionale attraverso lo scambio di informazioni e la cooperazione internazionale fra autorità amministrative di controllo dei mercati finanziari, Ministri dell'Economia dei vari Paesi, banche centrali, tecnici della Banca Centrale Europea, nonché organismi internazionali quali appunto

---

[148] Tra le autorità che partecipano al *Joint Forum* vi sono la Banca d'Italia, la Consob, la FSA del Regno Unito, la SEC, il *Federal Riserve Board* statunitense, la *BaFin* tedesca, la *Commission Bancaire* e la *Commission de Contrôle des Assurances* francesi, la *Danish Financial Supervisori Autority*, *la Bank of Japan* e la FSA giapponese. Sul punto, v. A. Cassatella, nonché il sito http//www.bis.org/bcbs/jointforum.htm.

[149] Ulteriori informazioni inhttp://www.fsforum.org/publications/publication_24_79.html . Sul FSF cfr. inoltre H. EWANS, "*Plumbers and Architects. A Supervisoy Perspective on International Financial Architecture*", in *Occasional Paper Series*, 2000, in http://www.fsa.gov.uk/pubs/occpapers

IOSCO, *Basel Committee* e IAIS, oltre alla Banca Mondiale, al Fondo Monetario Internazionale, alla *Bank of Investments Settlement* (Bis), al *Committee on Payment and Settlement System* (CPSS), alla OCSE[150]. Mediante la propria partecipazione al FSF, la IOSCO ha preso parte all'elaborazione di un sistema di *Key Standards for Sound Financial Systems*, incorporando in essi parte dei suoi *standards*[151].

Una seconda tipologia relazione concerne, invece, i rapporti fra la IOSCO ed altre organizzazioni internazionali operanti nel settore finanziario ed economico in genere, a loro volta membri affiliati dell'Organizzazione, come la Banca Mondiale ed il Fondo Monetario Internazionale, i quali si occupano di effettuare indagini finalizzate a verificare il livello di *compliance* dei singoli Paesi rispetto alla regolazione creata dalla IOSCO; oppure come l'OCSE, che si avvale degli standards emanati dalla IOSCO nel settore mobiliare come metro per valutare l'effettivo livello economico-sociale dei Paesi in via di sviluppo.

Una terza tipologia di relazione concerne, invece, i rapporti della IOSCO con altre autorità sopranazionali aventi generali poteri normativi, fra i quali il più significativo è quello con la Comunità Europea.

Anzitutto, alcuni *standards* prodotti dalla IOSCO sono divenuti efficaci nei singoli ordinamenti statali mediante la loro incorporazione in direttive comunitarie successivamente recepite dai legislatori nazionali: oltre alla direttiva 93/22/CEE[152], o, ancora, alla direttiva 71/2003/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, in cui espressamente il legislatore comunitario chiarisce espressamente come l'adozione dei principi della IOSCO relativi all'informativa sia idonea a migliorare le informazioni messe a

---

[150] Nella maggior parte dei casi, partecipano al FSF l'autorità amministrativa di controllo dei mercati finanziari, la Banca centrale ed il Ministro dell'Economia di ogni singolo Paese membro. Ad esempio, per l'Italia partecipano Consob, Banca d'Italia, Ministro dell'Economia, per l'Inghilterra *Bank of England*, FS , Ministro del Tesoro, per gli Stati Uniti, il *Department of the Treasury*, la SEC, ed il *Board of Governors of the Federal Reserve System*. Non si tratta comunque di forme cogenti, atteso che, in alcuni casi, partecipano solamente le singole Banche nazionali, come nel caso della *De Nederlandsche Bank*, o la *Reserve Bank of Australia*, sulla base delle valutazioni discrezionali di ciascun Paese membro.

[151] Sul c.d. *Compendium* degli *standards* effettuato dal FSF cfr. in particolare M. DE BELLIS, "*Global Standards for Domestic Financial Regulation*", Working Paper presentato al "1st *Global Administrative Law Seminar"* Viterbo, 2005.

[152] In argomento, cfr. F. SARTORI, "*Il conflitto di interessi*", cit., 191 ss. il quale evidenzia come la direttiva comunitaria sia stata veicolo di un "trapianto giuridico" di norme, mediante l'elaborazione, da parte della IOSCO, di una soluzione che reagiva a regole inefficienti, che innalzavano evidentemente i costi transattivi e che contrastavano con basilari principi di "giustizia".

disposizione dei mercati e degli investitori e semplificando al tempo stesso la procedura per gli emittenti comunitari interessati alla raccolta di capitali in paesi terzi[153].

La Commissione, inoltre, fa sovente ricorso ai principi e *standards* globali di regolazione finanziaria per definire le proprie posizioni in ordine a problematiche tecnico giuridiche ritenute essenziali per l'ordinamento comunitario. A fini esemplificativi, si rileva come la Commissione abbia fatto riferimento all'aderenza ai principi IOSCO per valutare i progressi dell'attività comunitaria nelle politiche legate ai servizi finanziari[154], o per definire le strategie dell'Unione in materia di informazioni finanziarie[155], o ancora in ordine alle tecniche di compensazione e regolamento nelle operazioni dei mercati mobiliari[156]. Anche sotto tale profilo, i principi e gli *standards* IOSCO sono il modello al quale devono conformarsi le singole politiche e strategie comunitarie.

La circolazione delle norme elaborate dalla IOSCO in ambito comunitario non dipenda tanto da meccanismi di coordinamento formale, tipici delle ordinarie relazioni fra enti sopranazionali, quanto dal peculiare prestigio di cui godono gli *standards* dell'Organizzazione, per essere elaborati da esperti del settore e per essere improntati, sotto il profilo "assiologico", a quei generali valori di efficienza che sono propri dello stesso ordinamento comunitario e delle generali politiche dell'Unione europea[157]. A sua volta, tali rapporti e processi conferiscono alla IOSCO una specifica legittimazione sul piano internazionale[158].

---

[153] Cfr. considerando n. 22, in GUCE 31.12.2003.
[154] Cfr. comunicazione dd. 30.5.2000, n. 336, all'indirizzo http//www.eurlex.eu/.
[155] Cfr. comunicazione dd. 13.6.2000, n. 359, all'indirizzo http//www.eurlex.eu./.
[156] Cfr. comunicazione dd. 28.5.2002, n. 257, all'indirizzo http//www.eurlex. eu/.
[157] Sulla circolazione dei modelli giuridici per prestigio cfr. R. SACCO, *Trattato di diritto comparato. Una introduzione*, Torino, 1995, 132 ss. . Per una più ampia disamina della circolazione dei modelli giuridici nell'epoca della globalizzazione cfr. inoltre S. CASSESE, "*Universalità del diritto*", in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, in corso di pubblicazione.
[158] Si osservi come, in ambito comunitario, sia attivo un comitato indipendente che raggruppa tutte le singole amministrazioni internazionali di vigilanza e controllo del mercato dei valori mobiliari, denominato CESR (*Committee of European Securities Regulators*), istituito nel 2001 sulla base della decisione 2001/527/EC della Commissione. Il CESR persegue la progressiva integrazione comunitaria della disciplina dei mercati finanziari, ha funzioni consultive nell'adozione di determinate *policies* da parte della Commissione, verifica l'implementazione della normativa comunitaria da parte degli Stati membri. Anche il CESR può ritenersi, pertanto, uno strumento attraverso il quale viene garantita l'effettività dell'azione regolatrice della IOSCO, strutturalmente priva degli strumenti necessari per verificare l'effettiva *compliance* degli Stati rispetto alla sua attività.

Un ultimo ordine di relazioni intercorre fra la IOSCO e soggetti privati, come le *Credit Rating Agencies*, imprese chiamate a dare i propri giudizi in ordine alla affidabilità creditizia di imprese, enti pubblici, Stati[159].

L'attività di regolazione globale posta in essere dalla IOSCO rileva nei confronti degli Stati nazionali in quattro diversi modi.

In primo luogo, i singoli Paesi che compongono l'organizzazione elaborano norme di adattamento ai principi e alle linee guida elaborati a livello sopranazionale, anche attraverso la revisione della normativa nazionale vigente in materia.

2. Il *Financial Stability Forum*

Tale istituzione riunisce, a scadenze regolari, i maggiori rappresentanti delle autorità nazionali (Banche centrali, Ministeri delle finanze e autorità indipendenti competenti nel settore finanziario); i responsabili della stabilità finanziaria di alcuni Paesi; delle organizzazioni internazionali intergovernative (Banca per i Regolamenti Internazionali, FMI, OCSE, Banca Mondiale); gli esponenti dei regolatori transnazionali per i settori bancario, mobiliare e assicurativo (BCBS, IAIS, IOSCO) e delle organizzazioni costituite da organismi privati (IASB e IAASB), nonchè della *Bank for International Settlements* (BIS) e dei suoi comitati (CPSS e CGFS), dei comitati di esperti delle Banche centrali e della Banca centrale europea (BCE).

Il *Financial Stability Forum*[160] fu convocato per la prima volta nell'aprile del 1999 a *Washington*, nella sede del FMI, in occasione del G7[161] "*to promote international*

---

[159] In argomento cfr. in particolare A. SIMONE, "*Il ruolo delle agenzie di rating nel processo di gestione del credito*", in *Amministrazione e finanza*, nn. 15-16/2005, 41 ss. . Sulle agenzie di rating cfr. anche D. KERVER, "*Standardising as Governance: the Case of Credit Rating Agencies*", Working Paper, disponibile all'indirizzo http//www.mpp-rdg.mpg.de; H. E. JACKSON, "*The Role of Credit Rating Agencies in the Establishment of Capital Standards for Financial Institutions in a Global Economy*", Working Paper, 2001, disponibile all'indirizzo http//www.law.harvard.edu/faculty/hjackson/pdfs/2001; S. ROSSEAU, "*Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: the Case for a Disclosure – Based Approach*", disponibile all'indirizzo http//www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=797325.

[160] Attualmente, tale organizzazione è guidata dal Direttore Generale della Banca per i Regolamenti Internazionali, Andrew Crocket. Per maggiori informazioni sulla struttura dell'organizzazione si veda http://www.fsforum.org/home/home.html.

[161] Il G7 comprende Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, il Regno Unito e gli Stati Uniti. Il G 20 comprende il G7 più Argentina, Australia, Brasile, Cina, India, Indonesia, Corea, Messico, Russia, Arabia Saudita, Sud Africa, Turchia e l'Unione Europea. Il G 22 comprende il G7 più argentina, Australia, Brasile, Cina, Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Malesia, Messico, Polonia, Russia, Singapore, Sud Africa e Tailandia.

financial stability through information exchange and international cooperation in financial supervision and surveillance"[162].

Il *Forum* presenta una *membership* molto innovativa, si tratta, infatti, di un esempio di amministrazione globale ibrida[163]. Tale istituzione riunisce, a scadenze regolari, i maggiori rappresentanti: delle autorità nazionali (Banche centrali, Ministeri delle finanze e autorità indipendenti competenti nel settore finanziario) responsabili della stabilità finanziaria dei seguenti paesi Australia, Canada, Francia, Germania, Hong Kong, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Regno Unito, Singapore, Stati Uniti d'America[164]; delle organizzazioni internazionali intergovernative (Banca per i Regolamenti Internazionali, FMI, OCSE, Banca Mondiale); dei regolatori transnazionali per i settori bancario, mobiliare e assicurativo (BCBS, IAIS, IOSCO); delle organizzazioni costituite da organismi privati (IASB e IAASB); della *Bank for International Settlements* (BIS) e i suoi comitati (CPSS e CGFS), dei comitati di esperti delle Banche centrali, nonché della Banca centrale europea (BCE)[165].

La peculiarità di questa struttura organizzativa è quella di creare l'opportunità "*for a meaningful forum in which a single set of international standards can be discussed by a variety of interested parties*"[166]. Dall'esame della *membership* del FSF risulta, tuttavia, insufficiente la rappresentanza dei paesi in via di sviluppo e di quelli aventi economie emergenti[167].

---

[162] J. Liberi, *The Financial Stability Forum: a step in t*ne globale in cinque tipi (*administration by formal international organizations; administration based on collective action by transnational networks of governmental officials; distributed administration, hybrid intergovernmental-private administration e administration by private institutions with regulatory functions*), si veda B. Kingsbury, N. Krisch, R. Stewart, *The Emergence of Global Administrative Law*, 68 *Law & Contemporany Problems*, 2005.

[164] A differenza degli Stati del G7 che ne hanno tre, l'Australia, i Paesi Bassi, Hong Kong e Singapore possono avere un unico rappresentante.

[165] *Mr Mario Draghi, Governor of the Banca d'Italia, chairs the FSF in a personal capacity. The FSF is serviced by a small secretariat housed at the Bank for International Settlements in Basel, Switzerland.* Per maggiori informazioni si veda la pagina http://www.fsforum.org/about/who_we_are.html.

[166] J. Liberi, *The Financial Stability Forum: a step in the right direction…not far enough*, in *U. Pa. J. Int'l Econ. L.*, 2003, pp. 568.

[167] J. Liberi, *The Financial Stability Forum: a step in the right direction…not far enough*, in *U. Pa. J. Int'l Econ. L.*, 2003, pp. 575. In particolare, secondo l'autore: "*Only by opening membership to a wider group of countries, and allowing all countries to participate on some meaningful level, will the FSF eventually be able to establish a single set of international financial standards that will limit global systemic instability and be embraced by all*".

Obiettivo principale del FSF è quello di promuovere la stabilità finanziaria internazionale, monitorando l'andamento dei mercati finanziari e riducendo il rischio del propagarsi delle crisi finanziarie da Paese in Paese. Le sue funzioni, pertanto, consistono nel monitorare il sistema economico internazionale, focalizzare eventuali campanelli d'allarme ed, in particolare, migliorare lo scambio di informazioni tra le molteplici autorità responsabili della stabilità finanziaria.

Un'importante iniziativa del FSF è la pubblicazione di un *Compendium di Standards*, ovvero la creazione di un *corpus* comune di regole. Il *Compendium* raccoglie gli *standards* economici e finanziari, internazionalmente riconosciuti come "*important for sound, stable and well funcioning financial systems*", elaborati dai *financial standard setting bodies* compresi tra i membri del FSF stesso[168].

La comunità internazionale attribuisce molta importanza all'adozione ed al riconoscimento di regole e di prassi corrette, poiché gli effetti delle crisi finanziarie possono propagarsi tra i vari paesi[169].

L'adesione a tutti i criteri (nel compendio del FSF attualmente ve ne sono riportati 82)[170] sarebbe un compito arduo, superiore a quanto la maggior parte delle economie dei vari Stati potrebbe ragionevolmente realizzare nel prossimo futuro.

Allo scopo di agevolarne l'adozione, quindi, il FSF ha selezionato tra gli *standards* presenti nel *Compendium* un insieme di 12 *Key standards* ritenuti fondamentali per la stabilità ed il rafforzamento dei sistemi finanziari, che andrebbero applicati in via prioritaria tenendo conto delle condizioni specifiche dei vari paesi.

Si delinea, quindi, un sistema a cerchi concentrici, nel quale il cerchio più grande è rappresentato dai settanta *additional standards* presenti nel *compendium* ed un cerchio più piccolo costituito dai 12 *key standards*[171].

---

[168] Si veda la pagina http://www.fsforum.org/compendium/about.html

[169] Si veda http://www.fsforum.org/compendium/why_are_standards_important.html in merito alle ragioni dell'importanza degli *standards*.

[170] Gli *standards* contenuti nel *Compendium* sono divisi per *Subject Area*, *Iussuing Body* e *Date*. In base ad un calcolo effettuato il 15 settembre 2006 il Compendio contiene 82 *standards*, elaborati dal 1983 al 2003. Si veda per maggiori dettagli http://www.fsforum.org/compendium/compendium_of_standards_date_2003.html.

[171] Sul tema si veda M. De Bellis, *Global Standards for Domestic Financial Regulations*, *paper* presentato al primo *Global Administrative Law Seminar*, Viterbo, Giugno 2005, in corso di pubblicazione. Si veda, inoltre, http://www.fsforum.org/compendium/how_is_the_compendium_organised.html "*This Compendium highlights 12 standards which have been designated by the FSF as key for sound financial systems and*

Il compendio rappresenta, sicuramente, "*an initial step towards a consolidated international financial set of rules and regulations*"[172]. Tuttavia, come vedremo, non si può parlare di un vero e proprio processo di codificazione. Non tutte le regole elaborate dai soggetti che prendono parte del FSF, infatti, entrano a far parte del *Compendium*, inoltre, alcuni organismi che fanno parte del FSF hanno elaborato a loro volta un proprio compendio di *standards*[173].

3. La *International Accounting Standards Board*

Il CESR-Fin introdurrà, per l'utilizzo di contabilità enforcements autorità, un database di esempi di applicazione degli International Financial Reporting Standards, in modo da facilitare la condivisione di casi pratici e assicurare la convergenza nel corso del tempo. Tale tipo di banca dati potrebbe essere esteso anche ad altre interpretazioni di regolamentazione e giudiziaria dei casi in modo da facilitare la coerente attuazione e applicazione della legislazione comunitaria, tenendo pienamente conto delle esigenze di riservatezza applicabili. Più operativamente, in vista di una decisione di un'autorità competente autorità nazionale di regolamentazione, il coordinamento è rapida, se necessario, una tale regolamentazione potrebbe sentire il bisogno di raccogliere le opinioni dei suoi colleghi con i membri del CESR. Al fine di fornire risposte rapide, specifici "urgenti gruppi" potrebbe essere chiamato, sotto gli auspici del CESR.

---

deserving of priority implementation depending on country circumstances It also contains additional standards considered relevant for sound financial systems".

[172] J. Liberi, *The Financial Stability Forum: a step in the right direction…not far enough*, in *U. Pa. J. Int'l Econ. L.*, 2003, pp. 569.

[173] Sul tema si veda M. De Bellis, *Global Standards for Domestic Financial Regulations*, *paper* presentato al primo *Global Administrative Law Seminar*, Viterbo, Giugno 2005, in corso di pubblicazione.

Conclusioni

1. La crisi economica ed i suoi effetti sulla regolazione

Il già menzionato passaggio dallo Stato gestore, che interveniva nel mercato con misure a carattere impositivo e repressivo, allo Stato regolatore, che riduce al minimo l'intervento nella sfera pubblica, ha delineato un nuovo sistema di relazioni tra l'organo politico e l'apparato amministrativo, al quale è ora affidata una maggiore autonomia decisionale.

Conseguentemente, l'apparato amministrativo, che agisce sempre più spesso in assenza di una predeterminazione dei meccanismi di intervento, risulta quasi del tutto svincolato dalle logiche tipiche degli organi di governo, che sono per lo più dettate dalla esigenza di andare incontro alle esigenze degli elettori, oltre che limitate dalla necessità di perseguire una pluralità di obiettivi.

Lo Stato regolatore, quindi, dovrebbe limitarsi a favorire l'emergere di un contesto pienamente concorrenziale ed a creare un level-playing field.

La turbolenza del mercato finanziario, avviatasi ad agosto 2007, ha vissuto e sta vivendo una nuova fase a partire dall'estate 2008, prima negli USA e poi, dal mese di settembre, anche nei paesi UE. L'irrigidirsi e il contrarsi evidente e progressivo delle condizioni del credito ha minacciato e sta ancora in parte minacciando di produrre impatti non trascurabili sull'economia reale internazionale.

Esiste, infatti, un canale di trasmissione diretta del rallentamento dell'economia globale che passa tramite la contrazione della domanda estera, un altro deriva dalla volatilità dei tassi di interesse a breve termine – dapprima enormemente aumentati nei mesi estivi con i ben noti impatti sui finanziamenti e poi contrattisi, ma in modo non chiaro in termini di *spread*, da dicembre -; vi è poi un canale indiretto ma centrale che deriva dal fatto che, in tali contesti, le imprese hanno dovuto modificare i loro progetti di investimento alla luce dei rischi connessi all'aumento dell'instabilità finanziaria.

Durante il mese di ottobre, a partire di fatto dal fallimento di Lehman Brothers' negli USA, si sono ulteriormente acuite le situazioni di crisi e instabilità nell'intero settore finanziario e, *in primis*, nel rapporto di finanziamento tra banche e imprese. Infatti, i dati a livello internazionale relativi alla dinamica dei prestiti erogati alle

imprese rendono chiaro che, se da un lato non vi sono diffusi fenomeni di restrizioni, dall'altro, il rallentamento appare evidente.

Le misure che sembra opportuno suggerire, in questo contesto, non possono quindi che essere di tue tipologie: una prima di brevissimo periodo, volta ad affrontare l'emergenza; una seconda di medio-lungo termine, con lo scopo di innovare la struttura e lo stesso governo societario del sistema bancario-finanziario.

Occorre premettere che l'esigenza di intervenire con veri aiuti di stato trova fondamento nella decisione della Commissione europea che, già nel mese di novembre 2008, ha dato il suo *placet* all'*European Economic Recovery Plan*, attraverso il quale i paesi membri dell'Unione possono erogare sostegni di bilancio, mirati e temporanei, mediante il ricorso ai bilanci nazionali, dell'Ue e della BCE. Si tratta, tra l'altro, di interventi che già si stimano superare l'1,5% del Pil dell'Ue.

A livello nazionale, in base ai decreti anticrisi recentemente emanati, sono stati predisposti una pluralità di strumenti volti a iniettare, in presenza di specifici presupposti, capitale pubblico nelle banche. Gli interventi ad oggi varati perseguono tutti l'obiettivo di restituire stabilità e assicurare che non sia compromessa la funzione principale delle banche di prestare credito alle imprese.

La garanzia della concorrenza è necessaria ma non più sufficiente, serve sempre più anche una diretta tutela del consumatore finale, come prova la crisi finanziaria in corso la quale impone un'attenzione ancora maggiore sui temi di trasparenza e aiuto alla mobilità dal lato della domanda finale.[174]

[174] Intervento sul settore bancario finanziario: i rapporti tra banche e imprese con particolare riferimento agli strumenti di finanziamento, Audizione del Presidente dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato Pres. Antonio Catricalà, Roma, 10febbraio 2009 Commissione Finanze e Tesoro, Senato della Repubblica.

Bibliografia

R. ADAM, A. TIZZANO, *Lineamenti di Diritto dell'Unione europea*, Giappichelli, 2008.

A. ADAMI, *La regolazione dei mercati finanziari nel Regno Unito dopo il Financial Services and Market Act 2000*, Fondazione Cesifin, Giappichelli, 2004

K. ALEXANDER, *Establishing a European Securities Regulator: Is the European Union an Optimal Economic Area for a Single Securities Regulator?, Working Paper* n. 7, Cambridge, 2002.

S. AMOROSINO, Mercati finanziari (Vigilanza), voce in *Dizionario di Diritto pubblico*, diretto da S. Cassese, Giuffrè, 2006, Vol. IV, p. 3617 e ss.

F. ATTINÀ, G. NATALICCHI, *L'Unione europea : governo, istituzioni, politiche*, Il Mulino, 2007.

J.B. AUBY, *La globalisation, le droit et l'État*, Paris, Montchrestien, 2003.

T. BALLARINO, L. BELLODI, *Manuale breve di diritto dell'Unione Europea*, Cedam, 2007.

S. BATTINI, *Amministrazioni senza Stato – Profili di diritto amministrativo internazionale*, Milano, 2003

S. BATTINI, *Organizzazioni internazionali e soggetti privati: verso un diritto amministrativo globale?*, in *Riv. Trim.Dir.Pubbl.*, n. 2, 2005, p. 359 ss.

S. BATTINI, *La globalizzazione del diritto pubblico*, in ID., *International Organizations and Private Subjects: A Move Toward A Global Administrative Law?*, *IILJ Working Papers* 2005/3, *Global Administrative Law Series*, www.iilj.org

S. BATTINI, *La regolazione globale dei mercati finanziari*, Giuffrè, 2007

BASILICA, *La qualità della regolamentazione tra ordinamento internazionale e ordinamento nazionale*, in *Rassegna Avvocatura dello Stato*, 2004

G.J. BENSTON, G. KAUFMAN, *The appropriate Role of Banking Regulation*, in Economic Journal, n. 106, 1996, p. 688 e ss

G.J. BENSTON, *Regulating Financial Markets: A Critique and Some Proposals*, Hobart Paper n. 135, Institute of Economic Affairs, London, 1998

G.J. BENSTON, *Consumer Protection as a Justification for Regulating Financial-Services Firms and Products*, in *Journal of Financial Services Research*, n. 3, 2000, p. 277 e ss.

G. BERNINI, *La dimensione internazionale della concorrenza: prospettive di regolazione in ambito OMC*, in *Regolazione e concorrenza*, a cura di G. TESAURO e M. D'ALBERTI, Il Mulino Prismi, 2000, p. 203 e ss.

R. BOTTIGLIA, *Evoluzione dello scenario finanziario, vigilanza e controlli interni*, in *Rischi e controlli nelle banche e nelle assicurazioni*, a cura di G.N. MAZZOCCO, Giappichelli, 2003

P. BRADLEY, *The European Parliament and Comitology: On the Road to Nowhere?*, in *European Law Journal*, 1997, vol. 3, p. 230 e ss.

N. BRUNNSON, B. JACOBBSON, *A world of standards*, Oxford, 2000.

R.C. BRYANT, *Prudential Oversight of Finance: First Principles for International Cooperation*, disponibile sul sito www.astridonline.it.

E. CARDI, *Mercati e Istituzioni in Italia*, Giappichelli, 2005.

A.M. CAROZZI, *Il metodo Lamfalussy: regole e vigilanza del mercato finanziario europeo*, Bancaria ed., 2007.

S. CASSESE and G. DELLA CANANEA, *The Commission of the European Economic Community: the Administrative Ramifications of its Political Development (1957 – 1967)*, in E.V. HEYEN (ed.), *Annuario per la storia amministrativa europea – Gli inizi dell'amministrazione comunitaria europea*, Baden-Baden, Nomos, 1992.

S. CASSESE, *Il diritto amministrativo globale: una introduzione*, in *Riv. Trim. Dir. Pubbl.*, n. 2, 2005, p. 331 ss.

S. CASSESE, *Gamberetti, tartarughe e procedure. Standards globali per i diritti amministrativi nazionali*, in *Rivista trimestrale di Diritto Pubblico*, 2004, p. 657 e ss.

S. CASSESE, *Lo spazio giuridico globale*, Roma-Bari, 2003.

S. CENNI, R. FERRETTI, *Economia dei mercati e degli strumenti finanziari*, Giappichelli, 2006.

B.S. CHIMNI, *Cooption and Resistance: two faces of global administrative law*, *IILJ Working Papers* 2005/12, *Global Administrative Law Series*, www.iilj.org

M. CLARICH, *I procedimenti e le forme di collaborazione tra autorità di vigilanza*, in *Diritto e processo amministrativo*, n. 2, 2007, p. 311.

C. COMPORTI, *L'integrazione dei mercati finanziari europei e la cd. procedura Lamfalussy*, in *Diritto della Banca e del mercato Finanziario*, n. 2, 2004, p. 269.

C. COMPORTI, *La direttiva europea "MiFID": le principali innovazioni*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, n. 1, 2007.

L. CONDORELLI, *Fonti (Dir. Com.)*, *Dizionario di diritto pubblico*, diretto da S. Cassese, vol. III, Giuffrè, 2006, *ad vocem*.

M. D'ALBERTI, *Riforma della regolazione e sviluppo dei mercati in Italia*, in *Regolazione e concorrenza*, a cura di G. TESAURO e M. D'ALBERTI, Il Mulino Prismi, 2000, p. 171 e ss.

M. D'ALBERTI, *Le regole globali: limiti e rimedi*, disponibile sul sito www.astridonline.it.

M. DE ANDREIS, M. MARÈ, *La crisi finanziaria e l'Unione europea: quale insegnamento per la Governance europea?*, disponibile sul sito www.astridonline.it.

C. DE VISSCHER, O. MAISCOCQ, F. VARONE, *The Lamfalussy reform in the EU Securities Markets: Fiduciary Relationships, Policy Effectiveness and Balance of Power*, in *Journal of Public Policy*,

C. DI NOIA, N. POLLIO, *Le nuove direttive sul Market Abuse e sui servizi di investimento e la loro influenza sui mercati di derivati su merci*, in *Scambi su merci e derivati su commodities – quali prospettive?*, a cura di M. LAMANDINI, C. MOTTI, Giuffrè 2006.

F. Dialti, Principali differenze e somiglianze tra standards e norme aventi valore di legge nel settore della regolamentazione finanziaria,

M. DRAGHI, *International Monetary and Financial Committee Meeting*, 12 aprile 2008, Whashington D.C., disponibile sul sito www.fsf.com.

F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ.* n. 2, 2006.

C. FAISSOLA, *Le regole e la Governance: gli effetti del recepimento della direttiva MiFID*, in *L'impatto della direttiva MiFID sui mercati*, ASSBB, 2007

P. FAVA, *Le tecniche di consultazione degli interessati nei procedimenti di regolazione delle Agencies statunitensi e gli standards minimi di consultation della Commissione europea*, in *Rassegna Avvocatura Stato*, p. 289 e ss.

R. FERRARA, *Qualità della regolazione e problemi della* multilevel governance, in Foro Amministrativo: TAR, 2005, p. 2251 e ss.

M.R. FERRARESE, *Le istituzioni della globalizzazione. Diritto e diritti nella società trasnazionale*, Bologna, 2002

M.R. FERRARESE, *Il diritto al presente. Globalizzazione e tempo delle istituzioni*, Bologna, 2002

G. FERRARINI, *Pan-European Securities Markets: Policy Issues and Regulatory Responses*, in *EBOR*, 2002, 3, p. 257.

G. FERRARINI, *The European Market Abuse Directive*, in *Common market law review*, fasc. 3, 2004.

F. FRANCIONI, *International Soft Law: a contemporary assessment, in Fifty Years of international Court of Justice*, 1996.

F. GALGANO, Lex Mercatoria, Il Mulino, 1993, p. 219

F. GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005.

E. GUALANDRI, A.G. GRASSO, *Towards a new approach to regulation and supervision in the EU: post-FSAP and comitology*, in *Revue Bancaire et Financiére*, 2006, p. 157 e ss.

G. HERTING, L. LEE, *Four Predictions about the Future of Securities Regulation*, Working Paper Series, 2003, p. 8, disponibile sul sito www.ssrn.com.

H. HILLGENBERG, *A Fresh Look at Soft Law, in European Journal of International Law*, vol. 10, n. 3, 1999, p. 499 e ss.

D.E. HO, *Compliance and International Soft Law: Why do Coutry Implements the Basle Accord?*, in *Journal of International Economic law*, vol. 5, 2002, p. 647.

R. HOCKETT, *From Macro to Micro to "Mission-Creep": Defending the IMF's Emerging Concern with the Infrastructural Prerequisites to Global Financial Stability*, in *Colum. J. Transnat'l L.*, 2002-2003, pp. 153 ss.

S. JANIN, *La premiére transposition d'une directive « Lamfalussy »– La transposition de la directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de*

marché), in *Revue du marché commun et de l'Union europeénne*, fasc. 485, 2005, p. 86

E. KANE, *Architecture of Supra-governmental International Financial Regulation*, in Journal of Financial Services Research, n. 2-3, 2000, p. 301 e ss.

R.O. KEOHANE, "*The Concept of Accountability in the World of Politcs and the Use of Force*", in *Michigan Journal of International Law*, 2003, 1121 ss.

R.O. KEOHANE, "*Global Governance and Democratic Accountability*", *Working Paper*, 2002, disponibile all'indirizzo http//www.duke.edu/people/Faculty/docs/millpaper.pdf.

A. KERN, *Establishing a European Securities Regulator: Is the European Union an Optimal Economic Area for a Single Securities Regulator?*, Working Paper n. 7, 2002, disponibile sul sito www.cerf.cam.ac.uk.

D. KERWER, *Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies*, in *Governance*, July 2005, vol. 18, no. 3, p. 453 ss.

B. KINGSBURY, N. KRISCH E R. STEWART, *The emergence of Global Administrative Law, IILJ Working Papers* 2004/1, *Global Administrative Law Series*, reperibile sul sito www.iilj.org

B. KINGSBURY, N. KRISCH, R. STEWART, J. B. WIENER, *Global governance as administration – national and transnational approaches to global administrative law*, *Law and contemporary problems*, vol. 68, 2005, nos. 3-4.

S. KONDO, *Liberalizzazione, regolazione e sviluppo: l'esperienza dell'OCSE*, in *Regolazione e concorrenza*, a cura di G. TESAURO e M. D'ALBERTI, Il Mulino Prismi, 2000, p. 189 e ss.

J.J.M. KREMERS, D. SCHOENMAKER, P. WIERTS, *Financial Supervision in Europe*, Cheltenham, UK, 2003

N. KRISCH, *The Institutions of International Government*, www.iilj.org

K. LAENAERTS, A. VERHOEVEN, *Towards a Legal Framework for Executive Rule – Making in the EU? The contribution of the new comitology decision*, in 37 C.M.L. Rev., 2000, p. 645.

K. LANNOO, *Supervising the European Financial System*, CEPS Policy Breaf, n. 23, 2002, p. 6 e ss.

B. LEBRUN, *Les Indicateurs de performance financiére: le projet du Committee of European Securities Regulators*, in *Revue francaise de comtabilité*, fasc. 378, 2005, p. 4

W. MATTLI E T. BUTE, *Global Private Governance: Lessons from a National Model of Setting Standards in Accounting*, *IILJ Working Papers* 2005/4, *Global Administrative Law Series*, www.iilj.org

N. MALONEY, *Innovation and risk in EC financial market regulation: new instruments of financial reintervention and the Committee of European Securities Regulators*, in *European law review*, fasc. 5, 2007, p. 627 e ss.

G. MINERVINI, M. ONADO, *Efficienza dei sistemi finanziari e tutela del risparmio: disciplina o deregolamentazione?*, in *La concorrenza fra diritto ed economia*, Carialo-Laterza, 2000.

G. MONTEDORO, *Procedimento e processo nella riforma sul risparmio*, disponibile sul sito www.giustizia-amministrativa.it.

G. MONTELLA, *Brevi riflessioni sul ruolo della Commissione all'interno della procedura d'infrazione*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, fasc. 2, 2005.

G. NAPOLETANO, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, fasc. 11, 2008.

K. NICOLAIDIS e G. SHAFFER, *Managed Mutual Recognition Regimes: Governance Without Global Government*, *IILJ Working Papers* 2005/6, *Global Administrative Law Series*, www.iilj.org.

A. Nigro, *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive del regolamento* MiFID, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2008.

C. NOBES, *Des standards fondés sur des règles ou sur des principes*, in *Revue francaise de comptabilité*, septembre 2005, n. 380, p. 43 ss.

E. O'HAGAN, *Too Soft to Handle? A Reflection of Soft Law in Europe and Accession States*, in *Journal of European Integration*, vol. 26, 2004, p. 379 e ss.

M. ONADO, *Il mutuo riconoscimento e l'integrazione comunitaria dei mercati dei servizi finanziari*, in Banca Impresa Società, n. 2/2006, p. 185 e ss.

T. PADOA-SCHIOPPA, in *Regulating Finance. Balancing Freedom and Risk*, Oxford, OUP, 2004.

T. PADOA-SCHIOPPA, *Self vs. Public Discipline in the Financial Field*, lezione tenuta alla *London School of Economics* il giorno 20 maggio 2002.

F. PICHLER, *Profili teorici e di regolamentazione dei sistemi finanziari*, Giuffrè, 2005.

A. PRETO, *La nuova comitologia: prime note alla decisione 1999/468/CE del Consiglio 28 giugno 1999 recante modalità per l'esercizio di competenze di esecuzione conferite alla Commissione*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 1999, p. 1502 e ss.

N. RANGONE, *Regolazione*, voce in *Dizionario di Diritto pubblico*, diretto da S. Cassese, Giuffrè, 2006, Vol. V, p. 5057 e ss.

C. REICH, *Le Parliament européen et la "comitologie"*, in *Revue du marché commun*, 1990, p. 319 e ss.

M. REISMAN, *The Concept and Functions of Soft Law in International Law*, in *Essays in Honour of Judge Taslim Olawale Elias*, vol. I, 1992.

M. RISPOLI FARINA, *La vigilanza sul mercato finanziario*, in Seminari di diritto bancario e dei mercati finanziari diretti da M. Porzio, M. Rispoli farina, Giuffré, 2005.

E. ROTOLO, *Il d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51: gli effetti del passaporto europeo in materia finanziaria*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, fasc. 11, 2007.

M. SAVINO, *I comitati dell'Unione Europea : la collegialità amministrativa negli ordinamenti compositi*, Giuffre', 2005.

M. SAVINO, *Comitologia*, voce in *Dizionario di Diritto pubblico*, diretto da S. Cassese, Giuffrè, 2006, Vol. II, p. 989 e ss.

G. SCHLITZER, *Il Fondo monetario internazionale*, Il Mulino, 2004.

C. SCOTT, *Regolazione gerarchica, pluralismo giuridico e* rule of law,

I. SEIDL-HOHENVELDERN, International Economic "Soft Law", in Collected Courses of the Hague Academy of International Law (1979)

A.M. SLAUGHTER, "*Globalization, Accountability and the Future of Administrative Law: the Accountability of Government Networks*", in *Indiana Journal of global Legal Studies*, 2001, 347 ss.

G SOUL, "*Transparency and Accountability in International Financial Institutions*", in R. CALLANG, A. TILLEY (cur.), *The Right to Know, the Right to Live: access to Information and Socio Economic Justice*, 2002, disponibile all'indirizzo http//www.bicusa.org/bicusa/issues/IFI_Transparency_Chptr.pdf.

V. STARACE, *Sul ruolo "costituzionale" della Corte di giustizia e sulla procedura di codecisione*,

R. STEWART, *U.S. Administrative law: a model for global administrative law?*, *Law and contemporary problems*, vol. 68, 2005, nos. 3-4

R.B. STEWART, "*Accountability and the Discontents of Globalization: US and EU Models for Regulatory Governance*", Discussion Draft Paper presentato al "*2nd Global Administrative Law Seminar*", Viterbo, 9/10 giugno 2006.

R. B. STEWART, *Il diritto amministrativo globale*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, p. 637.

S. STRANGE, *The Retreat of the State: the Diffusion of Power in the World Economy*, Cambridge University Press, 1996.

G. TESAURO e M. D'ALBERTI, *Regolazione e Concorrenza*, il Mulino, 2000.

G. TESAURO, *Diritto comunitario*, Cedam, 2008.

G. TIBERI, *La riforma della "comitologia"*, in *Quaderni costituzionali*, 2000, p. 469 e ss.

L. TORCHIA, *Il governo delle differenze. Il principio di equivalenza nell'ordinamento europeo*, Il Mulino, 2006.

L. TORCHIA, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Cedam, 1992.

M.L. TUFANO, *La comitologia e le misure di esecuzione degli atti e delle politiche comunitarie*, in *Diritto dell'Unione europea*, 2008, fasc. 1, p. 149 e ss.

B. VACCARI, *Le processus Lamfalussy: une réussite pour la comitologie et un exemple « bonne governance européenne »*, in *Revue du droit de l'Union européenne*, fasc. 4, 2005, p. 803 e ss.

S. VALENTINI, *Diritto e Istituzioni della regolazione*, Giuffré, 2005.

S. VINCENZI, *Mercato finanziario e direttive europee*, Bancaria editrice, 2005.

S. VINCENZI, *Il market abuse : guida all'applicazione delle norme in materia di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato*, Bancaria editrice, 2007.

D. ZARING, *Informal Procedure, Hard and Soft, in International Administration*, IILJ Working Paper 2004/6, in www.iilj.org