

Verso un nuovo assetto regolamentare e di vigilanza nell'UE:
Post-FSAP e Comitology (*)

Alessandro Giovanni Grasso, Elisabetta Gualandri
Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia

*Relazione presentata all'Annual Conference of European University
Teachers in Banking and Finance
London 31 August - 3 September 2005*

grasso.alessandrogiovanni@unimo.it
gualandri.elisabetta@unimore.it

(*) Articolo pubblicato da “Bancaria”, dicembre 2005. Il contributo si inserisce nell’ambito di una ricerca cofinanziata dal Miur (2002-2003), i cui risultati sono pubblicati in: “G. N. Mazzocco (cura di), Asset management: prospettive di convergenza tra banche e assicurazioni”, G. Giappichelli Torino, 2005.

Abstract

L'obiettivo di questo contributo è di analizzare lo stato d'avanzamento del processo di integrazione europea, da due punti di vista: regolamentare e di vigilanza.

A tal fine, vengono brevemente ripercorsi i passaggi salienti del *Financial Services Action Plan* - FSAP e del processo di *Comitology*, proposto dal *Committee of Wise Men (Lamfalussy Committee)*. Viene quindi svolta una prima valutazione del nuovo impianto regolamentare, da cui emergono luci ed ombre: a fronte dell'indubbio successo nell'ambito UE per la definizione del FSAP e il suo completamento, rimangono infatti aspetti da approfondire e da verificare, che presentano connotazioni talvolta problematiche. La trasposizione nei 25 ordinamenti nazionali di un complesso corpo normativo, che copre l'intero spettro dell'intermediazione finanziaria, risulta, infatti, difficoltosa, con riferimento ai tempi e alle modalità. Se si registra al riguardo un generale apprezzamento per l'impianto della *Comitology*, nel nuovo processo regolamentare vi sono comunque ancora aspetti che richiedono miglioramenti e verifiche .

Si pone, infine, il problema di una struttura di vigilanza che permane su base nazionale, in presenza di un assetto regolamentare a livello di Unione Europea: su di essa si stanno innestando i lavori dei comitati previsti dal processo *Lamfalussy*, con possibili evoluzioni verso una nuova architettura dei controlli a livello europeo.

Key words: *Single Financial Market, FSAP, Lamfalussy Report, Committee of Wise Men, Comitology, Regulation, Supervision, Eu directives.*

Abstract	2
1. Introduzione.....	4
2. Post-Fsap: Agenda 2005-2010	6
3. Il processo della Comitology.....	9
4. Lo stato dell'arte della <i>Comitology</i>	13
4.1. Livelli 1 e 2.....	14
4.2 Livelli 3 e 4.....	18
5. L'architettura della vigilanza in Europa.....	19
6. Conclusioni	23
Allegato 1: L'evoluzione della Comitology	26
Allegato 2 – Trasposizione delle direttive “ <i>Lamfalussy</i> ” (al 1 ottobre 2005)	29
Bibliografia.....	32
Note	35

1. Introduzione

L'integrazione finanziaria può essere definita una situazione dove non ci sono frizioni che discriminano tra gli agenti economici per l'accesso ai capitali, o l'investimento degli stessi, in particolar modo a causa della loro provenienza geografica¹.

Il raggiungimento dell'integrazione finanziaria implica la rimozione degli ostacoli che impediscono l'utilizzo delle esternalità di rete, delle economie di scala e di scopo disponibili per i partecipanti in un mercato allargato; inoltre, permette lo sviluppo di regole, pratiche e standard comuni per tutti i partecipanti e i fornitori di servizi.

L'integrazione dei servizi e dei mercati finanziari è considerata un fattore fondamentale di successo per l'economia dell'Unione Europea; al riguardo, diversi filoni di ricerca valutano gli effetti dell'integrazione finanziaria. Secondo alcune teorie, l'integrazione finanziaria internazionale facilita la ripartizione del rischio, aumenta la specializzazione, migliora l'allocazione del capitale e la crescita economica². Inoltre, secondo la teoria neoclassica, l'integrazione finanziaria internazionale facilita il flusso di capitali verso le economie con capitali scarsi, con effetti positivi. Secondo Levine³, un altro effetto è il miglioramento dell'efficienza del sistema finanziario domestico, attraverso l'intensificazione della concorrenza e l'importazione di servizi finanziari più evoluti.

Tuttavia, nel caso di distorsioni pre-esistenti, l'integrazione finanziaria può rallentare la crescita: Boyd e Smith⁴ mostrano che in nazioni con istituzioni deboli e una linea politica inefficiente, che produce un sistema legale incerto, l'integrazione può produrre un deflusso di capitali da queste economie verso altre dotate di sistemi finanziari più sviluppati ed efficienti. In sintesi, molteplici benefici sono attesi dall'integrazione finanziaria europea, sia dal lato degli investitori che dal lato delle imprese. Gli investitori dovrebbero beneficiare di un miglioramento dei rendimenti aggiustati per il rischio, grazie all'ampliamento delle opportunità di diversificazione del portafoglio ed a più liquidi e competitivi mercati dei capitali. L'incremento della concorrenza nel settore degli intermediari finanziari offre, infatti, alle imprese un ampliamento dei prodotti finanziari disponibili, a condizioni più vantaggiose. L'allargamento economico migliora l'allocazione delle risorse finanziarie a sostegno dei progetti d'investimento con un impatto positivo sul livello di equilibrio del Pil e potenzialmente anche sulla sua crescita.

Proprio per accelerare il processo di integrazione finanziaria, l'Unione Europea si è dotata negli ultimi anni di un ambizioso piano di azione in materia di regolamentazione finanziaria il *Financial Services Action Plan* (FSAP), Piano d'Azione per i Servizi Finanziari, varato nel 1999 proprio per agevolare la costruzione del mercato unico dei servizi finanziari europeo. Al FSAP si è affiancato il cosiddetto processo *Lamfalussy*, cosiddetta *Comitology*, che modifica l'iter procedurale della legislazione europea, con l'intervento in specifiche fasi di comitati regolamentari e di vigilanza.

L'obiettivo di questo contributo è di analizzare l'evoluzione della regolamentazione finanziaria nell'Unione Europea, come emerge dal FSAP e dall'introduzione dell'approccio basato sul processo della *Comitology*.

A tal fine, dopo aver brevemente ripreso gli obiettivi e la struttura del FSAP, viene tracciato il bilancio del lavoro sino ad ora svolto e vengono introdotte le ipotesi di sviluppo della regolamentazione per i prossimi anni, cosiddetto post-FSAP, o Agenda 2005-2010.

Sono quindi presentate le caratteristiche dell'approccio *Lamfalussy* basato sull'operare di comitati regolamentari e di vigilanza, per poi analizzarne lo stato d'evoluzione ed applicazione, con riferimento alle principali direttive del comparto mobiliare, varate nell'ambito del FSAP e interessate da tale processo.

Da ultimo, le considerazioni di sintesi riguardano la possibile evoluzione dell'architettura dei controlli in Europa, proprio a partire da una prima valutazione del lavoro svolto dai comitati, in particolare dal *Committee of European Securities Regulators*, CESR. Emerge un gamma di ipotesi che ad un estremo prevede una soluzione minimale basata su un migliore coordinamento tra le autorità di vigilanza nazionali, necessario soprattutto per gli intermediari che operano a livello *cross border*. All'estremo opposto, si prefigura il raggiungimento di un livello massimo di uniformità, con la creazione, a livello comunitario, di una singola autorità di vigilanza, o anche più autorità con competenze sui diversi comparti dell'intermediazione finanziaria. Tra i due estremi si collocano opzioni diverse, che prevedono un ruolo crescente dei comitati di vigilanza previsti dalla procedura *Lamfalussy*.

2. Post-Fsap: Agenda 2005-2010

Il *Financial Services Action Plan*, presentato dalla Commissione nel 1999, individua una serie di misure ritenute necessarie per completare il mercato finanziario unico europeo; comprende 42 misure eterogenee per natura (Direttive, Regolamenti e Raccomandazioni) che fanno riferimento ai diversi comparti dell'intermediazione: mobiliare, bancario, assicurativo, UCITS (*Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities*) e fondi pensione⁵.

Tutte le misure legislative del Piano sono basate sui principi dell'armonizzazione minima, del mutuo riconoscimento e dell'*home country control*, seguendo la tradizionale ripartizione di competenze tra Istituzioni Europee e Stati membri.

Il FSAP è un documento chiave nel processo politico di costruzione di un quadro normativo comune per i mercati finanziari dell'Unione Europea, quale cornice di riferimento, per le nuove iniziative politiche riguardanti la regolamentazione dei mercati dei capitali europei e delle società, da attuare entro il 2005⁶. Tale documento, come detto varato nel 1999, è stato impostato anche nella prospettiva del successivo allargamento dell'Unione Europea, avviato nel 2004. Il suo contenuto e quello delle relazioni che lo hanno accompagnato comprendono anche temi quali politica fiscale, monetaria e della concorrenza, connotandolo, quindi, come un vero e proprio documento di sistema, che si pone precisi obiettivi strategici riguardanti (tabella 1):

- mercato unico all'ingrosso dei capitali;
- mercati al dettaglio aperti e sicuri;
- regole prudenziali e di vigilanza;
- obiettivi generali, riguardanti un insieme variegato di condizioni necessarie per ottenere un efficiente mercato unico finanziario⁷.

La portata innovativa del FSAP è dovuta al fatto che si tratta di un piano articolato secondo obiettivi da perseguire attraverso l'adozione di azioni caratterizzate da una scala di priorità e dal rispetto di termini temporali:

1 – azioni che hanno un ampio consenso;

- 2 – azioni che adeguano la legislazione esistente o le attuali strutture alle evoluzioni che i mercati finanziari hanno seguito;
- 3 – azioni su temi su cui è in corso un dibattito.

(INSERIMENTO TABELLA 1: FSAP – Priorità, obiettivi strategici e relative misure)

L'iter del FSAP è giunto al termine all'inizio della nuova legislatura europea: 39 delle 42 misure previste sono state varate, con un indubbio miglioramento della regolamentazione del settore finanziario. Delle tre misure mancanti, due rientrano nell'area della *Corporate Governance* (10^a direttiva Societaria sulle operazioni di fusione transfrontaliera; 14^a direttiva sui trasferimenti all'estero), mentre la terza, la più rilevante ai nostri fini, riguarda i nuovi vincoli di capitale per le Istituzioni creditizie e per le Società di investimento, che recepirà il Nuovo Accordo di Basilea (*Capital Adequacy Directive*, CAD 3).

Vi è unanimità di consensi sull'importanza decisiva del contributo dato dal FSAP nel far emergere un piano d'azione legislativa a tutto tondo, finalizzato a portare a compimento il mercato unico dei servizi finanziari. Gli effetti della nuova regolamentazione si vedranno comunque nel tempo: infatti, molte misure sono state adottate recentemente e devono tuttora essere implementate nei diversi ordinamenti. Se da un lato, occorre quindi che le norme del FSAP si sedimentino negli ordinamenti nazionali, dall'altro lato è opportuno sottoporre a verifica l'efficacia e la velocità con cui si completa l'iter normativo europeo. È di tutta evidenza che i due aspetti sono intrinsecamente collegati tra loro.

È chiaro ai più che un ulteriore intervento legislativo non è percorribile, tranne forse che per pochi aspetti, se non si è prima proceduto all'implementazione, potremmo dire all'assimilazione delle norme nei diversi contesti nazionali, con una più chiara ed efficiente divisione dei compiti regolamentari tra i vari livelli del processo *Lamfalussy*, di cui si dirà più oltre, lasciando spazio alle forze di mercato per lavorare con le nuove regole, testarle e sviluppare risposte agli ostacoli all'integrazione⁸. La consapevolezza è infatti che, come asserisce il Commissario per il mercato interno Charlie McCreevy: “*Sequels to even the best originals tend to exhaust people's enthusiasm, so there will be no FSAP 2*”.

Siamo ormai entrati in quello che viene definito il post-FSAP, cioè l'agenda dei lavori regolamentari per il quinquennio 2005-2010⁹. Nel maggio 2005, la Commissione Europea ha prodotto un *Green Paper on Financial Services*

*Policy (2005-2010)*¹⁰, che illustra appunto gli obiettivi di natura politica nel campo dei servizi finanziari, per il prossimo quinquennio. Nel documento, vengono ricordati i progressi fatti verso un mercato finanziario integrato in Europa nel periodo 1999-2005, con la predisposizione del FSAP, per quanto riguarda la cornice legislativa, e con l'introduzione del processo *Lamfalussy*, con riferimento alla razionalizzazione del processo decisionale e della struttura regolamentare.

Per il futuro, fermo restando il completamento delle norme già previste, il focus viene posto su tre principali obiettivi, per i quali i diversi attori del processo sono chiamati a svolgere il loro ruolo: Stati membri, organi regolamentari e partecipanti al mercato:

1. consolidare la legislazione esistente, prevedendo pochissime nuove iniziative legislative;
2. assicurare che le regole dell'Unione Europea siano effettivamente trasposte nelle regolamentazioni nazionali e che vi sia una più rigorosa applicazione da parte delle autorità di vigilanza;
3. valutare ex-post, in via continuativa, la trasposizione pratica delle nuove normative e il loro impatto nel settore finanziario europeo, anche con riferimento ad un'analisi costi benefici.

Le priorità individuate, all'interno dell'agenda 2005-2010, riprendono alcuni degli aspetti risultati critici nel recente passato: utilizzo dei meccanismi delle consultazioni a tutti i livelli, nella logica di un processo decisionale trasparente; semplificazione e consolidamento, sia a livello europeo, sia a livello nazionale, delle norme in campo finanziario; convergenza degli standard e delle prassi di vigilanza, nel rispetto dell'attuale assetto istituzionale e delle competenze politiche; attività di concerto con gli Stati membri per migliorare la trasposizione delle norme, con una implementazione coerente; processo di valutazione circa la capacità delle norme esistenti di apportare i benefici economici attesi, con la possibilità di riconsiderare quelle che non superano il test; rafforzamento degli interventi in caso di procedure di infrazione. Un riscontro dello stato della trasposizione all'ottobre 2005 delle direttive è riportato nella tabella 2.

Vengono inoltre individuate particolari aree su cui si concentrerà l'attenzione della Commissione. In primo luogo, il processo di consolidamento degli operatori finanziari *cross-border*, il cui livello, nella valutazione dei progressi fatti dal processo di integrazione, risulta decisamente scarso. In secondo luogo, particolare attenzione verrà prestata

al livello di applicazione delle norme europee da parte dei nuovi Paesi membri.

Per quanto riguarda, infine, i prossimi interventi nell'area dei servizi finanziari, è di imminente pubblicazione un rapporto sulla attuale legislazione degli OICVM e sul problema della sua corretta trasposizione, con la valutazione dell'adeguatezza dell'attuale impianto per la protezione degli investitori al dettaglio, anche in relazione ai profondi mutamenti strutturali del comparto dell'*asset management*¹¹. Un altro tema prioritario nell'agenda riguarda proprio il comparto che risulta meno integrato: quello dei servizi finanziari al dettaglio. La Commissione, al riguardo, si propone di definire un limitato numero di azioni finalizzate all'eliminazione delle barriere *cross border* più significative e dei rischi per i consumatori.

(INSERIMENTO TABELLA 2: STATO DELL'ARTE SULLA TRASPOSIZIONE DELLE DIRETTIVE PREVISTE DAL FSAP (ottobre 2005)

3. Il processo della Comitology

Se da un lato il FSAP ha l'indubbio merito di aver portato a compimento la definizione della cornice regolamentare necessaria per l'effettivo esercizio della libertà di stabilimento e di prestazione di servizi nell'ambito dell'Unione Europea¹², dall'altro lato, pur se impostato con un ben definito schema di obiettivi e di priorità, di per sé non poteva, e non può, risultare sufficiente per la concreta realizzazione del mercato unico finanziario. Per conseguire tale obiettivo, l'attenzione è stata contestualmente posta sull'iter della normativa europea.

A tal fine, e con specifico riferimento al comparto mobiliare, il 17 luglio 2000 i Ministri Economici e Finanziari dell'UE hanno creato un Comitato di esperti indipendenti, cosiddetto *Wise Men Committee*, presieduto dal Barone *Alexander Lamfalussy*, con il compito di assistere la Commissione Europea, con tre principali obiettivi¹³:

- ▶ verificare le condizioni per l'implementazione della regolamentazione dei mercati mobiliari nell'Unione Europea;
- ▶ verificare come il meccanismo regolamentare dei mercati mobiliari nell'UE possa meglio rispondere ai cambiamenti in atto nei mercati medesimi, continuando nel contempo a garantirne l'effettiva e

dinamica operatività, per raggiungere un terreno regolamentare omogeneo;

- proporre, con l'obiettivo di eliminare barriere ed ostacoli, possibili soluzioni per adattare le esistenti procedure, in modo da assicurare maggiore convergenza e cooperazione nell'implementazione quotidiana, sempre tenendo conto delle evoluzioni del mercato.

Il rapporto¹⁴ del *Wise Men Committee*, o *Lamfalussy Committee*, se da un lato ha apprezzato l'impianto del FSAP, dall'altro lato ha però evidenziato il rischio che le misure in esso contenute non vengano implementate con la dovuta tempestività e correttezza. Per cogliere i benefici di un mercato dei capitali integrato, è infatti indispensabile un sistema regolamentare con obiettivi chiari e definiti, che lavori più efficientemente, che sia flessibile in modo tale da adattarsi alle evoluzioni, rapide e profonde, che caratterizzano gli operatori, i prodotti e i mercati finanziari.

Dall'analisi condotta dal Comitato dei Saggi, il sistema normativo risultava non in linea con questi requisiti. Disaggregandolo idealmente in livelli, si evidenziava che:

- a livello di normativa primaria, il processo per l'adozione delle direttive risultava spesso troppo lento. Anche in assenza di problemi di natura politica, il periodo medio per trovare l'accordo su una direttiva o un regolamento risultava di tre anni, tempo inaccettabile quando il legislatore è chiamato a rispondere in modo appropriato ad un mondo in veloce evoluzione;
- la ricerca del consenso politico portava talvolta all'adozione di testi ambigui o con livelli di armonizzazione talmente bassi da non consentire alcuna effettiva integrazione;
- a livello di adozione in capo al singolo ordinamento nazionale, si registravano eccessivi ritardi.¹⁵

La soluzione proposta dal Comitato dei *Wise Men* per ovviare a questi problemi è l'adozione di un diverso approccio per le procedure regolamentari e di vigilanza, articolato in quattro livelli, in cui è sempre presente la Commissione Europea, ma di volta in volta viene affiancata da organismi differenti (figura 1). La struttura della *Comitology*, inizialmente impostata per il comparto mobiliare e successivamente estesa agli altri comparti, poggia su diversi tipi di comitati: regolamentari e di vigilanza, con competenze diverse nei vari livelli. I comitati regolamentari hanno il compito di affiancare la Commissione nella sua funzione regolamentare, con l'obiettivo di snellire e rendere più efficienti gli iter legislativi. I comitati di vigilanza hanno il compito di fornire consulenza tecnica alla

Commissione, per quanto riguarda la legislazione di secondo livello, con riferimento al contenuto delle misure di attuazione.

La struttura proposta si basa, in prima battuta, sul riconoscimento di due livelli legislativi per la regolamentazione dei mercati finanziari, con bilanciamento ed attribuzione ad organismi diversi del potere legislativo:

- Livello 1: riguarda le scelte di base, di natura politica, relative ai principi da trasporre in un quadro di riferimento normativo di portata ampia, ma sufficientemente preciso (livello 1); tali scelte competono, nell'ambito di un processo di codecisione negoziale di natura politica, al Consiglio ed al Parlamento Europeo, su proposta della Commissione¹⁶.
- Livello 2: riguarda misure di natura tecnica, più dettagliate (legislazione di secondo livello), che nell'ambito dei principi quadro, definiti al precedente livello, rendano possibile il conseguimento degli obiettivi posti dal legislatore. L'iter prevede che la Commissione si avvalga della consulenza tecnica del competente Comitato di vigilanza, che opera su mandato della Commissione stessa, con consultazioni dei partecipanti al mercato. Segue il voto degli Stati membri, con maggioranza qualificata, rappresentati nel Comitato regolamentare competente. Il Parlamento Europeo deve costantemente essere aggiornato e può emanare una risoluzione qualora le misure previste eccedano la delega; una volta che è stato predisposto il testo finale, il Parlamento ha un mese di tempo per verificare che non si sia ecceduto rispetto ai poteri definiti al livello 1¹⁷.

A valle il Comitato *Lamfalussy* individua quindi due ulteriori livelli:

- Livello 3: basato sull'apporto dei competenti comitati di vigilanza, ha il compito di assicurare la trasposizione uniforme e coerente della legislazione di primo e di secondo livello negli ordinamenti nazionali. Tali comitati, composti dai rappresentanti degli organi di vigilanza nazionali, operano producendo linee guida e di *best practices* per le regolamentazioni di natura amministrativa che devono essere adottate a livello nazionale; forniscono inoltre Raccomandazioni interpretative congiunte, anche su materie non oggetto di specifica legislazione comunitaria. Questo *modus operandi* mira ad assicurare un elevato livello di convergenza sia regolamentare che di vigilanza tra gli Stati Membri.

- Livello 4: ha l'obiettivo di rafforzare il controllo da parte della Commissione dell'applicazione della legislazione comunitaria. La Commissione, se necessario, interviene con azioni legali contro gli Stati Membri inadempienti presso la Corte di Giustizia.

L'attuale articolazione dei comitati (tabella 3) è frutto di successivi interventi. Inizialmente, il Comitato dei *Wise Men*, in ossequio al mandato ricevuto, incentrato sul comparto mobiliare, ha previsto l'introduzione di due comitati: l'uno di regolamentazione, l'*European Securities Committee (ESC)* e l'altro di vigilanza, il *Committee of European Securities Regulators (CESR)*. Visto il consenso ottenuto dall'*ESC* e dal *CESR*, nel novembre 2003 la Commissione ha deciso di estendere la *Comitology* anche agli altri comparti dell'intermediazione finanziaria. In effetti, le premesse per tale estensione erano già nel Rapporto del Comitato dei *Wise Men*, che ha avuto l'indubbio merito di andare oltre il mandato ricevuto, relativo ai mercati mobiliari, analizzando diffusamente aspetti che ostacolano il raggiungimento del mercato unico, e che caratterizzano in maniera diversa e con gradi differenti i vari comparti finanziari. Si pensi alla frammentazione, agli elevati costi di transazione, alle differenze regolamentari, alla tutela del consumatore, nonché ai problemi che riguardano la regolamentazione e la vigilanza.

A rafforzamento di tale impostazione, nel 2000 il Brouwer I Report¹⁸ aveva evidenziato la necessità di procedere ad un miglioramento della funzione di vigilanza a livello europeo, in particolare rafforzando la cooperazione per quanto riguarda i grandi gruppi finanziari, migliorando lo scambio di informazioni tra le varie autorità di vigilanza e con le banche centrali, e operando per la convergenza delle norme di vigilanza. Nel 2001, il Brouwer II Report¹⁹, sulla gestione delle crisi, ha ribadito l'esigenza di una collaborazione più stretta tra autorità di vigilanza nazionali per prevenire e gestire in modo appropriato le crisi sistemiche.

L'ampliamento della struttura della *Comitology* è stato attuato nel 2003 con la creazione al livello 2 e 3 di comitati settoriali competenti per i diversi segmenti dell'intermediazione finanziaria²⁰. I nuovi comitati regolamentari sono: *European Banking Committee (EBC)* per il comparto bancario, *European Insurance and Occupational Pensions Committee (EIOPC)* per il settore assicurativo e dei fondi pensione e l'*European Financial Conglomerates Committee (EFCC)* per i conglomerati finanziari. Come già l'*European Securities Committee* per il comparto mobiliare, il loro compito è di assistere la Commissione nell'adottare le misure relative ai rispettivi

comparti: bancario, assicurativo e dei fondi pensione, dei conglomerati finanziari.

(INSERIMENTO FIGURA 1:ARTICOLAZIONE DEL PROCESSO LEGISLATIVO)

Per quanto riguarda i comitati di vigilanza, al *CESR* si aggiungono il *Committee of European Banking Supervisors (CEBS)* e il *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIPOS)*.

Con riferimento al comparto degli organismi di investimento in valori mobiliari la relativa competenza è stata assegnata all'*ESC* ed al *CESR*²¹.

(INSERIMENTO TABELLA 3: LA STRUTTURA DEI COMITATI REGOLAMENTARI E DI VIGILANZA)

La nuova struttura procedurale, in effetti, si innesta su un processo preesistente, definito appunto *Comitology*, già previsto a livello comunitario, che viene rafforzato a livello istituzionale, conferendogli visibilità. Per un approfondimento al riguardo si rinvia all'allegato 1.

4. Lo stato dell'arte della *Comitology*

Una prima valutazione della nuova struttura regolamentare può discendere dall'analisi dell'iter seguito per quattro direttive concernenti il comparto mobiliare che, come si ricorderà, è il primo interessato dall'azione della *Comitology*, secondo le indicazioni del gruppo *Lamfalussy*²²:

- Direttiva relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (*Market Abuse Directive*, 2003/6/EC) e relative direttive tecniche di implementazione (2003/124/EC, 2003/125/EC e 2004/72/EC).
- Direttiva relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari (*Directive on Prospectuses*, 2003/71/EC).
- Direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (*Directive on Markets in Financial Instruments – MIFID*, 2004/39/EC) e relative misure di implementazione.
- Direttiva sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla

negoziiazione in un mercato regolamentato (*Transparency Directive*, 2004/109/EC) e relative misure di implementazione.

Il lavoro svolto è ben illustrato dal Terzo Rapporto dell'*Inter-Institutional Monitoring Group* (Gruppo di controllo inter-istituzionale, istituito nel 2003 e formato da un gruppo di esperti indipendenti, con il compito di valutare i progressi nell'applicazione del metodo *Lamfalussy*) e dai rapporti del *CESR*²³. Partendo da questi documenti, si sono sviluppate riflessioni e considerazioni critiche da parte dei partecipanti al mercato. Allo stato attuale, l'analisi può utilmente riferirsi ai primi due livelli; per il terzo livello possono comunque essere già svolte alcune considerazioni, mentre per il quarto occorre attendere che le norme in oggetto siano implementate negli ordinamenti nazionali e inizino a dispiegare i primi effetti.

4.1. Livelli 1 e 2

I risultati dell'analisi, peraltro parziali, sono contrastanti e fanno emergere luci ed ombre dell'approccio adottato. Gli aspetti di maggior interesse riguardano la verifica dell'accelerazione del processo legislativo, dell'efficacia del lavoro svolto e della corretta distinzione di compiti tra i primi due livelli.

Per quanto riguarda il primo aspetto, tra la presentazione delle proposte delle prime tre direttive citate e la loro approvazione (accordo politico per la quarta), cioè il livello 1, il tempo intercorso è stato mediamente di 16,5 mesi (tabella 4)²⁴. Il completamento del livello 2 si è avuto solo per le direttive sugli abusi di mercato e sui Prospetti informativi, per le quali il tempo concesso per gli aspetti tecnici e dettaglio è stato di 18 mesi. Tali direttive hanno concluso l'intero iter legislativo (dalla presentazione della proposta alla data prevista di recepimento negli ordinamenti nazionali) in 41 e 35 mesi rispettivamente. Dal raffronto che può essere fatto con i tempi necessari in passato, tra la presentazione della proposta e la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale della Comunità, emerge un sostanziale miglioramento; 4,5 anni della direttiva sui servizi d'investimento del 1993, 9 anni di una precedente direttiva sui prospetti del 1989, mentre altre direttive avevano perfezionato il loro iter più velocemente: in 2,5 anni la direttiva sull'*Insider Dealing* del 1989, in 3 anni la direttiva sull'*Interim Reports* che ha aperto la strada alla direttiva sulla trasparenza e, infine, in 3,5 anni la direttiva *UCITS* del 2002. I segnali di accelerazione delle procedure legislative, peraltro non completamente soddisfacenti, vanno attribuiti al combinato operare di vari fattori: le scadenze rigorose poste dal

FSAP, l'utilizzo di meccanismi sistematici di consultazione, l'applicazione dell'approccio per livelli che concentra i principi guida nel livello 1. Si rinvia all'allegato 2 per un'analisi più dettagliata per paese relativa all'iter delle direttive interessate dalla procedura *Lanfalussy*.

INSERIMENTO TABELLA 4: DIRETTIVE OGGETTO DELL'INTERVENTO DEI COMITATI

Quand'anche i risultati per i primi due livelli possano essere considerati parzialmente soddisfacenti, segnali decisamente poco incoraggianti vengono dall'unico caso in cui il livello 3 dovrebbe essersi concluso: è risultato, infatti, completamente disatteso il calendario per l'implementazione della direttiva sul *Abusi di Mercato*, che nessuno dei 25 paesi aveva recepito entro la data del 12 ottobre 2004. A maggio 2005 era giunta comunicazione di recepimento da parte di solo tre Stati²⁵, mentre ad ottobre 2005 solamente in quattro avevano concluso la procedura e per 10, tra cui anche l'Italia, era in corso la verifica da parte della Commissione Europea. Emerge quindi un evidente problema di *timing*, a cui si aggiungono timori circa la capacità degli Stati membri di effettuare trasposizioni corrette e conformi negli ordinamenti nazionali; la verifica di questo punto è legata ai lavori del livello 3.

Il secondo punto d'interesse riguarda l'efficacia del lavoro svolto nei primi due livelli. Il principale aspetto critico sembra essere la divisione dei compiti tra il primo livello, a cui è affidata la definizione dei principi di base, e il secondo, a cui compete il dettaglio tecnico delle norme. La distinzione dei due ambiti non è sempre agevole, con il rischio che il livello 1 finisca per occuparsi di aspetti tecnici: dai primi anni di applicazione del processo emerge che la definizione di cosa sia principio e cosa sia aspetto tecnico può variare considerevolmente nelle opinioni dei diversi membri del Parlamento Europeo, come pure in quelle dei partecipanti al mercato.

L'esperienza, infatti, ha dimostrato che il grado di dettaglio introdotto nel livello 1 di una direttiva, e quindi la linea di confine tra principi di base e regole tecniche, è di volta in volta determinato dal processo codecisionale di natura politica. È quindi un aspetto di natura politica più che dottrinale, definito da negoziati tra Commissione, Consiglio dei Ministri e Parlamento Europeo²⁶. Il grado di dettaglio accolto nel livello 1 aumenta, infatti, per temi molto controversi, sui quali si sono verificate continue pressioni da parte dei diversi gruppi d'interesse nazionali, con la conseguenza di inserire nella legislazione primaria aspetti tecnici che avrebbero dovuto essere al livello 2.

Due sono le possibili conseguenze: in primo luogo si rischia di mettere in discussione l'intero impianto del processo *Lamfalussy*; in secondo luogo, un eccesso di dettagli al livello 1 è in conflitto con gli obiettivi di celerità e di flessibilità normativa, poiché rende difficoltosa e soggetta a tempi lunghi ogni eventuale successiva modifica, che finisce per dipendere dal laborioso processo codecisionale politico di cui si è detto, anziché dall'intervento dei comitati.

Il dibattito al riguardo ha coinvolto sia studiosi che operatori del mercato. Secondo taluni²⁷, il fatto che non si sia riusciti ad evitare che aspetti tecnici fossero trattati al livello 1 è frutto di realismo politico che, se anche contraddice l'impianto di base dell'intero processo, dovrebbe diminuire col tempo; in ogni caso il sistema viene reputato sufficientemente robusto per sopportare un certo grado di allocazione normativa non corretta. Secondo altri²⁸, il sistema è andato troppo oltre inserendo eccessivi dettagli nel livello 1, perché in questo modo si finisce per regolamentare nei primi due livelli aspetti di competenza del terzo. Viene posto, al riguardo, il caso della *MiFID*, in cui si assisterebbe ad una sostanziale *re-regulation* delle norme di condotta degli intermediari mobiliari, con effetti negativi sull'autonomia privata; in tal modo verrebbero introdotte nel sistema rigidità non certo volute dallo spirito del processo di *Lamfalussy*. Il problema non deriverebbe tanto dal nuovo quadro regolamentare, quanto piuttosto dalle resistenze delle istituzioni europee nel delegare poteri a valle del livello 1.

Per quanto riguarda gli operatori del mercato, emerge il timore di una *over regulation* in generale, ma soprattutto a livello 1, che andrebbe evitata per lasciare spazio alla flessibilità, confidando sulla capacità del mercato di autoregolarsi. Essi pongono quindi, generalmente, l'esigenza di un attento bilanciamento nel selezionare gli aspetti di competenza dei tre primi livelli, avendo ben presente il diverso status ed autorità dei soggetti che intervengono.

In definitiva, data l'esperienza sino ad ora maturata, una migliore distinzione dei diversi ruoli e compiti tra livello 1 e 2 è uno dei problemi più pressanti, se si vuole raggiungere un set flessibile e coerente di norme per il comparto mobiliare, in grado tra l'altro di agevolare le transazioni *cross border*. Al riguardo quindi occorre delimitare decisamente ai principi guida il livello 1, lasciando uno spazio maggiore per le materie trattate al livello 2²⁹.

Un altro aspetto problematico del lavoro svolto riguarda il fatto che, con l'obiettivo di accelerare i lavori del *CESR* al livello 2, è stato introdotto in alcuni casi un metodo di lavoro in parallelo, per cui il mandato al *CESR* è stato conferito prima del completamento dei lavori del livello 1. Il lavoro in parallelo, e non in sequenza, dei primi due livelli ha consentito di dare un'accelerazione alle consultazioni del *CESR* con gli operatori di mercato e di ampliare il tempo dedicato alle medesime. Tale metodo di lavoro può comunque determinare un'influenza delle impostazioni assunte a livello 2 sulle decisioni che devono essere prese al primo livello. In sostanza, si rischia di confondere il livello decisionale politico e quello tecnico, con inopportune influenze del secondo sul primo.

Un suggerimento emerso dalle consultazioni con gli operatori di mercato è che il lavoro in parallelo venga svolto solo su quei punti di principio per i quali la decisione politica del livello 1 è stata già presa.

Un ulteriore aspetto che merita un approfondimento, riguarda le valutazioni espresse dai partecipanti al mercato sul loro diretto coinvolgimento in questa prima fase operativa del processo *Lamfalussy*. Se, genericamente, i commenti degli operatori riguardo all'impianto dei comitati sono positivi, non mancano comunque le critiche su diversi aspetti del lavoro sino ad ora compiuto, tra cui l'eccessiva complessità che caratterizza ancora le direttive. Emerge inoltre che, in generale, il ruolo svolto dalle forze di mercato viene ritenuto non sufficiente e non efficiente.

In primo luogo, il diretto coinvolgimento nelle consultazioni del livello 2 degli operatori viene spesso ritenuto insufficiente, come pure viene valutato inadeguato il loro contributo al processo di definizione delle regole, arrivando anche, in un caso estremo, a rivendicare ai partecipanti al mercato il compito di giudicare l'impatto della regolamentazione e di decidere la velocità con cui introdurre i mutamenti.

Viene inoltre sottolineata una scarsa attenzione ai possibili effetti delle nuove norme sui partecipanti medesimi, soprattutto per quanto riguarda i costi di adeguamento. Come pure i tempi delle consultazioni sono giudicati spesso insufficienti e non concordati con gli operatori. Al riguardo, si rileva da più parti come si sia finito spesso per privilegiare la velocità dell'iter legislativo, a spese della qualità delle norme. Per il futuro, nel cosiddetto post-FSAP di cui parleremo più diffusamente nelle conclusioni, si chiede quindi maggiore attenzione alla qualità, anche in considerazione del fatto che l'impianto normativo previsto è ormai concluso e l'attenzione andrà posta all'implementazione.

4.2 Livelli 3 e 4

Il livello 3 riguarda la trasposizione da parte degli stati membri, della legislazione definita nei primi due livelli. La sua rilevanza è evidente, poiché il successo del processo *Lamfalussy* dipende fortemente dalla tempestività, correttezza e coerenza del recepimento della legislazione comunitaria negli ordinamenti nazionali. In caso contrario, possono verificarsi situazioni non omogenee dal punto di vista concorrenziale, con evidenti contraccolpi negativi per la costruzione del mercato unico³⁰.

Il comitato maggiormente operativo al livello 3 è attualmente il *CESR*³¹, con riferimento all'iter della direttiva sugli abusi di mercato e a quella sui prospetti informativi. Ed è proprio dai documenti del *CESR* che si possono delineare le direttrici su cui il *CESR* si sta muovendo per assicurare un'implementazione convergente delle norme relative al comparto mobiliare e i punti critici riscontrati³²:

1. l'implementazione coordinata della legislazione europea negli Stati membri, con riferimento sia al recepimento delle direttive, sia a regole per l'applicazione su base quotidiana. Il principale problema al riguardo appare il fatto che i diversi organi nazionali non dispongono di poteri equivalenti. Ogni modifica in tal senso compete ai legislatori nazionali;
2. la confluenza regolamentare, con la definizione di approcci e standard comuni per facilitare un'implementazione armonizzata, attraverso la definizione di linee guida, Raccomandazioni e standard, che però non hanno lo status di norme comunitarie e vengono adottate dalle autorità di vigilanza solo su base volontaristica;
3. la convergenza nello svolgimento dell'attività di vigilanza e nell'assolvimento dei compiti assegnati dalle norme europee. Tale obiettivo richiede innanzitutto cooperazione ed efficiente scambio d'informazioni tra le diverse autorità nazionali. Il *Monitoring Group* si spinge oltre, incoraggiando il *CESR* a svolgere un ruolo di mediatore in caso di disaccordo tra autorità di Paesi diversi. Si pensi all'eventualità di disaccordo, su specifici temi collegati al principio del mutuo riconoscimento, tra l'autorità del Paese d'origine e quella del Paese ospitante, che potrebbe essere risolto da un'attività di mediazione tra pari, vale a dire i membri del *CESR*. Inoltre

suggerisce di ampliare l'ambito degli interventi congiunti, come per esempio visite ed investigazioni per operatori di mercato che operano *cross border*; attività di formazione; costituzione di data base, che consentano di mettere in comune interpretazioni e decisioni delle autorità di vigilanza nazionali e poter nel futuro dare luogo ad una giurisprudenza dell'UE.

Dal primo periodo d'attività, emerge anche lo sforzo del *CESR* volto a meglio definire i propri ambiti d'intervento. È partendo da queste direttrici che si sta sviluppando un interessante dibattito sul possibile sviluppo del ruolo del *CESR*, quale autorità di vigilanza europea, come si avrà modo di vedere nel paragrafo conclusivo.

Rimane da testare il livello 4, per il quale ogni giudizio su flessibilità e coerenza è rinviato a quando la maggior parte delle misure del FASP saranno implementate nei singoli contesti nazionali e ne potrà essere testata la coerenza. È comunque evidente che lo sviluppo del livello 4 è fortemente collegato all'evoluzione che verrà sperimentata nel livello 3.

5. L'architettura della vigilanza in Europa

L'assetto della vigilanza finanziaria in Europa rappresenta un ulteriore ed importante tassello nella costruzione del mercato unico. L'integrazione finanziaria si avvantaggia della cornice regolamentare definita dal FASP, nonché della moneta unica per 12 paesi, ma non può prescindere da una forte convergenza, se non addirittura uniformità, della funzione di vigilanza, che è rimasta di competenza nazionale.

La definizione di un corpo normativo d'ampio respiro, quale appunto il FSAP, è stata un'operazione necessaria per raggiungere l'integrazione: l'iter ha richiesto cinque anni per essere portato a compimento nella sola fase legislativa e probabilmente richiederà ulteriori interventi, come si è detto in precedenza, ma non può ritenersi di per sé sufficiente.

Il problema che si pone ora è quello del recepimento della legislazione europea negli Stati membri: già si è visto come poco soddisfacente sia stata, con riferimento ai tempi, la prima esperienza relativa all'iter della direttiva sugli abusi di mercato. Un secondo aspetto problematico riguarda le modalità di recepimento della normativa europea nei singoli ordinamenti e la qualità del processo di implementazione. Il timore è, infatti, che insorgano differenze di trattamento per gli operatori di mercato da parte

degli organi di vigilanza nei diversi Paesi, con evidenti ripercussioni negative in termini di parità concorrenziale e di effettiva integrazione finanziaria, ove emergessero impedimenti agli operatori per un accesso uniforme ai mercati e discriminazioni sulla base del Paese di origine.

Questo timore nasce dal fatto che nell'Unione a 25, mentre sta crescendo l'attività *cross border* e si riduce la compartimentazione dell'industria finanziaria, coesistono modelli regolamentari e di vigilanza profondamente diversi: sono presenti non meno di 60 organi responsabili per la vigilanza su mercati ed intermediari, la cui natura istituzionale, poteri ed area di competenza variano notevolmente, con Paesi in cui opera un'autorità unica ed altri in cui coesistono più autorità³³.

Questa situazione può risultare di ostacolo al completamento del mercato unico, poiché la frammentazione degli organi e delle competenze di vigilanza finisce per aumentare il costo della regolamentazione e può determinare incertezza negli operatori, scoraggiando lo sviluppo dell'attività *cross border*. In secondo luogo, può non risultare efficace nel prevenire il rischio sistemico, in presenza di crisi in specifici mercati che proprio le interconnessioni crescenti a livello *cross border* possono amplificare, con evidenti ripercussioni sulla tutela degli investitori³⁴.

Rispetto alla fine degli anni novanta, il processo *Lamfalussy* ha iniziato a modificare l'architettura della vigilanza in Europa. Vengono introdotti i comitati di vigilanza che operano, al livello tre, con l'obiettivo di raggiungere una situazione di convergenza regolamentare e di vigilanza. Occorre rilevare che si tratta di un obiettivo minimo, in una situazione che si basa tuttora su una funzione di vigilanza nazionale. È da questo stato di fatto, e da una prima valutazione del lavoro compiuto dal Comitato di vigilanza per primo operativo, il *CESR*, che si può partire per verificare la fattibilità di ulteriori passi avanti, analizzando per il comparto mobiliare le opzioni che emergono dal dibattito in corso, che vede coinvolti la Commissione Europea, studiosi, il *CESR* stesso, la Banca Centrale Europea e gli operatori di mercato.

Ad un estremo della gamma di ipotesi avanzate, si prefigura il raggiungimento di un livello massimo di uniformità, con la creazione, a livello comunitario, di una singola autorità, o anche più autorità con competenze sui diversi comparti dell'intermediazione finanziaria. All'estremo opposto, vi è unanimità di consensi sull'esigenza di raggiungere almeno un migliore coordinamento tra le autorità di vigilanza nazionali, soprattutto per gli intermediari che operano a livello *cross border*. Tra i due

estremi si collocano opzioni diverse, che prevedono una crescente rilevanza dei comitati stessi³⁵.

Nel valutare le diverse ipotesi, occorre tenere presente che il problema dell'assetto regolamentare sembra essere soprattutto politico, piuttosto che dottrinale, e di non facile soluzione. Alla prova dei fatti, l'integrazione finanziaria europea non è sempre la priorità principale a livello dei legislatori nazionali, per i quali, nonostante le affermazioni pubbliche e di principio, fa spesso premio la difesa degli interessi nazionali e quindi dei propri operatori e mercati³⁶. Basti pensare alla ben nota contrapposizione tra il modello regolamentare britannico e quello continentale. Gli operatori finanziari britannici paventano svantaggi competitivi nella creazione di un organo di regolamentazione fondato sull'impostazione continentale, viceversa i paesi continentali sono portati a temere che un organo di ispirazione anglosassone finisca per privilegiare la piazza finanziaria londinese.

Dal momento che, allo stato attuale, il dibattito sull'architettura dei controlli in Europa prende spunto *in primis* dall'attività regolamentare nella *securities industry*, è interessante partire in queste considerazioni di sintesi, dai contributi del CESR stesso, in particolare dal cosiddetto *Himalaya Report*³⁷. Secondo il CESR l'attuale assetto dei comitati potrebbe evolversi adattando gli strumenti di vigilanza che già sono previsti, per far fronte in modo appropriato all'evolversi dei mercati, senza quindi creare nuovi organi. Le condizioni perché ciò avvenga fanno sostanzialmente riferimento a due aspetti: status e poteri sia delle autorità nazionali che compongono il CESR, sia del CESR stesso.

Per quanto riguarda il primo aspetto, si ricorda che le direttive varate nell'ambito del FASP impongono alle autorità nazionali pesanti obblighi addizionali di cooperazione. A tal fine, esse dovrebbero quindi venire dotate di poteri e di risorse equivalenti per poter operare in modo omogeneo ed evitare possibili arbitraggi regolamentari. Si fa riferimento a poteri di vigilanza, d'investigazione, di sanzione e di scambio d'informazioni, sempre con riferimento ai soggetti vigilati. Questi aspetti sono basilari per il funzionamento delle relazioni tra le autorità del Paese di provenienza dell'intermediario finanziario e quelle del Paese ospitante, in quanto il principio del mutuo riconoscimento potrebbe risultare non efficace, con l'ampliarsi dell'attività *cross border*. Le autorità nazionali dovrebbero quindi essere dotate di ulteriori poteri legali per lavorare insieme, superando un problema di *accountability* che interessa il livello 3. L'onere di adeguare tali aspetti ricade sui singoli stati membri.

Per quanto riguarda il secondo aspetto, le basi giuridiche su cui opera il *CESR*, come pure gli altri comitati di vigilanza, sono deboli: di fatto essi definiscono regole, ma senza avere al riguardo alcun mandato legale ed istituzionale, operando quindi come network su basi principalmente volontaristiche. Anche per questi motivi si pone un problema di *accountability*. La priorità suggerita è quella di ampliare gli accordi di cooperazione nell'ambito della cornice regolamentare definita dal FASP, in modo da rafforzare le relazioni tra le autorità dei diversi stati, migliorare la convergenza degli approcci di vigilanza e delle decisioni.

Da ultimo, il *CESR* giunge a prefigurare uno sviluppo del suo ruolo, sempre nell'ambito di limiti normativi, quale “*supervisor of national supervisors*”, con l'assegnazione quindi di ulteriori strumenti di vigilanza, in via formale. Questa opzione prefigura un ruolo del *CESR* ben diverso da quello previsto dal Comitato *Lamfalussy*: in effetti ha suscitato non poche perplessità soprattutto negli operatori di mercato. Essi, da un alto, concordano su un ruolo rafforzato, ma limitato del *CESR*, quale consulente per le autorità nazionali e centro di scambio di informazioni, arrivando a prefigurare un sistema di mediazione tra autorità nazionali, come suggerito anche dall'*Inter Institutional Monitoring Group*³⁸. Non trova invece consenso, allo stato attuale, l'ipotesi che esso sia dotato di poteri che gli consentano di esercitare funzioni di *governance* sulle singole autorità di vigilanza nazionali, per le quali manca comunque un mandato formale. Il ruolo del *CESR* viene quindi visto come quello di un network di autorità di vigilanza in evoluzione: al riguardo la *Federation Bancaire Europeenne* (FBE) indica il ruolo di “*Coordinator of Supervisors*”, piuttosto che di “*Supervisor of Supervisors*”³⁹.

Un disegno graduale, ma di ampio respiro, per una funzione di vigilanza efficiente ed efficace a livello europeo, viene proposto dal *Green Paper* della Commissione Europea del maggio 2005, in cui viene delineato un approccio articolato in tre fasi per il periodo 2005-2010⁴⁰. L'obiettivo è quello di una efficace azione di regolamentazione e vigilanza che garantisca la stabilità finanziaria, minimizzando gli oneri regolamentari per sistemi, intermediari e mercati. Al riguardo vengono delineati diversi momenti:

1. una prima fase riguarda l'accordo sugli obiettivi politici nel loro complesso: lo sviluppo ulteriore della concorrenza, per proseguire nel cammino individuato dall'Agenda di Lisbona e il mantenimento della stabilità finanziaria;

2. la seconda fase richiede il proseguimento e miglioramento del processo *Lamfalussy*, identificando i punti deboli o mancanti e sviluppando gli strumenti esistenti. Particolare attenzione è rivolta ad evitare situazioni di sovrapposizione o di conflitto nel caso di operatività *cross border*. A fronte del permanere del principio del *Home Country Control*, l'esigenza diviene quella di chiarire e rafforzare ruolo e responsabilità degli organi vigilanza nazionali, lavorando sulla convergenza delle pratiche di vigilanza, nel rispetto dalla legislazione europea esistente;
3. l'ultima fase, o potremmo dire la soluzione ultima, prevede ove si manifestasse chiaramente l'impossibilità per l'attuale sistema di muoversi verso la convergenza della vigilanza, di passare alla creazione di nuove strutture di vigilanza.

Un aspetto critico appare, in diversi contributi, quello della vigilanza per l'attività *cross border*. È proprio per l'attività transfrontaliera che il principio dell'*home country control* rischia di risultare inefficace. Al riguardo la creazione di un *Lead Supervisor* può sì porre rimedio ai problemi di duplicazione dei controlli, ma non può certo superare il problema di una vigilanza su basi nazionali, nel momento in cui si cerca di costruire un mercato finanziario realmente integrato e stabile. È stata avanzata una ipotesi su due livelli, nella quale solo per gli intermediari di piccole dimensioni e con operatività domestica continuerebbero ad operare la vigilanza delle autorità nazionali. Per gli intermediari operativi a livello pan europeo si prefigurerebbe la creazione di un *European System of Financial Supervision*, simile al Sistema Europeo di Banche Centrali per la politica monetaria, che svolgerebbe il ruolo di autorità suprema per l'interpretazione e l'implementazione della regolamentazione nel caso sorgano conflitti tra autorità nazionali⁴¹.

6. Conclusioni

Appare evidente che il mercato unico dei servizi finanziari richieda non solo un unico quadro regolamentare, ma anche un sistema di vigilanza unico. Come raggiungerlo, e che architettura dargli, sono problemi di non semplice soluzione, che coinvolge i diversi gruppi di interesse, *stakeholders*, chiamati a svolgere un ruolo interattivo.

In primo luogo, i *policy makers*: da un lato quelli nazionali, riluttanti a rinunciare alla loro sovranità e che subiscono le pressioni degli operatori di

mercato; dall'altro lato, quelli comunitari che finiscono per fungere da stanza di compensazione delle diverse istanze nazionali.

In secondo luogo, il *CESR*, e in prospettiva gli altri comitati, che sembra a volte operare con fatica, a causa dei condizionamenti e delle pressioni degli altri attori del processo d'integrazione. Il percorso avviato a livello di comitati può essere perfezionato, ma non sembrano maturi i tempi per fughe in avanti verso un ruolo più autonomo ed autorevole. Un successo del lavoro svolto dai comitati lascerebbe spazio alle forze di mercato nel determinare l'assetto regolamentare e di vigilanza. In caso contrario, l'alternativa finirebbe per essere, in un futuro imprecisabile, quella di una soluzione centralizzata, con un'autorità unica di regolamentazione e vigilanza a livello europeo⁴².

Altro gruppo di interesse è rappresentato dagli operatori del mercato, che avanzano talvolta in "ordine sparso", proprio perché espressione di modelli nazionali diversi in termini di prassi operative e modelli di vigilanza con propensioni più o meno accentuate a procedere speditamente lungo la strada dell'integrazione.

Infine, non si può trascurare l'interesse della Banca Centrale Europea per l'evolversi di una funzione di vigilanza a livello europeo, a tutela della stabilità finanziaria e del buon funzionamento dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria.

I tempi non sono a nostro avviso ancora maturi per una soluzione pan europea, forse operativamente più efficace dal punto di vista dottrinale, per la quale manca comunque il fondamento giuridico. Siamo di fronte ad un problema politico e culturale, che potrebbe essere più facilmente risolvibile con un approccio per gradi e ampiamente condiviso, che punti sull'evoluzione del ruolo dei comitati, sfruttando al massimo le potenzialità del processo *Lamfalussy* e consentendo alle forze di mercato di dare il loro contributo nel far emergere un modello di vigilanza europeo. I limiti di tale soluzione sono comunque evidenti: in primis, i tempi necessari a completare un approccio per gradi e la vischiosità che tale processo può implicare.

D'altra parte, non va dimenticato che l'evoluzione dei mercati finanziari richiede risposte veloci e flessibili alle autorità regolamentari e di vigilanza. Se da un lato la struttura di vigilanza europea deve evolversi lungo le linee indicate per favorire il completamento del mercato unico, d'altro lato potrà essere il processo stesso di integrazione a richiedere in modo più pressante e

convincente una vigilanza in linea con la sua evoluzione e a contribuire a dettarne l'architettura.

Allegato 1: L'evoluzione della Comitology

Il termine "*Comitology*"⁴³ fa riferimento alla delega di poteri di implementazione dal Consiglio Europeo alla Commissione per rendere esecutiva la legislazione UE. La Commissione, in questa funzione, è assistita da rappresentanti degli Stati membri, che agiscono nell'ambito di comitati, "*comitology committees*". Tale meccanismo è stato utilizzato per la prima volta nel 1987, ed ha avuto ufficiale investitura nel 1996 nella Conferenza Intergovernativa, che ha poi portato alla cosiddetta "*New Comitology Decision*" adottata nel 1999, che stabilisce tre diverse funzioni in cui può essere utilizzato il meccanismo della comitatologia: consultiva, procedurale e regolamentare.

Il Trattato costitutivo dell'UE non fornisce alcuna base giuridica diretta per l'utilizzo della *Comitology*. L'adozione di tale approccio deve essere quindi supportata da un atto legislativo ad hoc, regolamento o direttiva.

Nonostante, i notevoli progressi realizzati, a cavallo tra la fine degli anni '90 e l'inizio del nuovo millennio, il mercato unico europeo dei servizi finanziari, resta incompleto. Il completamento di un autentico mercato unico è cruciale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro nell'Unione europea poiché aumenterebbe la competitività dell'economia europea e contribuirebbe alla coesione economica e sociale.

Per raggiungere questo obiettivo fondamentale, la Commissione ha adottato un piano d'azione per i servizi finanziari che individua una serie di misure necessarie per la costruzione di un mercato finanziario unico europeo.

Successivamente è emersa la necessità di riformare le strutture di supporto all'attività legislativa.

In primo luogo nel settore dei valori mobiliari, il Consiglio ECOFIN ha costituito nel luglio 2000 un "comitato dei saggi sulla regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari". Ad esso è stato attribuito il compito di presentare proposte per rendere il processo di elaborazione della legislazione comunitaria sui valori mobiliari più flessibile, efficace e trasparente. La relazione finale del Comitato, pubblicata nel febbraio 2001, raccomandava il passaggio ad un approccio regolamentare articolato su quattro livelli, che prevedesse la presenza di due comitati.

Un Comitato con una funzione consultiva al fine di fornire alla Commissione consulenze sull'elaborazione della legislazione (livello 1); una funzione di "comitatologia" istituita con atto legislativo per assistere la Commissione nell'esercizio dei suoi poteri di esecuzione (livello 2) conformemente alla procedura di comitato prevista dall'articolo 5 della decisione 1999/468/CE.

Un nuovo comitato di vigilanza, formato da rappresentanti di alto livello delle autorità nazionali di vigilanza che promuove la cooperazione e la creazione di reti tra tali autorità al fine di ottenere norme di esecuzione comuni nel settore dei valori mobiliari (livello 3).

Con decisione del 6 giugno 2001 la Commissione ha istituito il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR) per il livello 3 e per offrire consulenza tecnica alla Commissione. Nello stesso giorno, un'altra decisione della Commissione ha istituito il comitato europeo dei valori mobiliari (ESC).

Successivamente, sulla scorta dei primi risultati, è emerso che i legislatori e le autorità di regolamentazione europee dei settori bancario, assicurativo e dei fondi di investimento erano dotati di un'organizzazione legislativa e di "comitatologia" che mal si adattava ad un'Unione allargata di 25 Stati membri. La struttura dei comitati sarebbe dovuta essere adeguata ai nuovi sviluppi, ad esempio l'allargamento delle competenze del comitato delle assicurazioni alle

pensioni aziendali e professionali. Si è provveduto a modificare l'assetto esistente della *Comitology* nei settori bancario, assicurativo e dei conglomerati finanziaria, come di seguito riportato, seguendo l'evoluzione storica.

Comitato	Fonti Legislative	Funzioni	Attività svolte	Nuova struttura dei Comitati	
Banking Advisory Committee BAC	Dir. 77/80/EEC, art. 11	Consultiva	BAC ha fornito consulenza alla Commissione su tutti gli aspetti della legislazione bancaria in EU	Consultiva Livello 1	European Banking Committee EBC
	Dir. 89/647/EEC, art. 9	Comitatologica	BAC ha agito come comitatologia in sole 4 occasioni	Comitatologica Livello 2	
				Livello 3	Committee of European Banking Supervisors CEBS
Insurance Committee	Dir. 91/6765/EEC	Consultiva	Attivo dal 1992 ha lavorato attivamente fornendo consulenza alla Commissione su nuove proposte legislative riguardanti le assicurazioni	Consultiva Livello 1	European Insurance and Occupational Pension Supervisor EIOPC
	Dir. 73/239/EEC e Dir. 2002/83/EC art. 59 e 64 (vita)	Comitatologica	Non ha mai espletato la funzione Comitologica	Comitatologica Livello 2	
				Livello 3	Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisor CEIOPS
UCITS Contact Committee	Dir. 85/611/EEC	Consultiva	Attivo dal 1989 ha trattato differenti aspetti riguardanti gli UCITS	Consultiva Livello 1	European Securities Committee ESC
	Dir. 2001/108/EC	Comitatologica	Non ha mai espletato la funzione Comitologica	Comitatologica Livello 2	
				Livello 3	Committee of European Securities Regulators CESR

Financial Conglomerates	Consultiva Livello 1	European Financial Conglomerates Committee EFCC
	Comitatologica Livello 2	

Fonte: Elaborazione da: European Commission, 2003, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 73/239/EEC, 85/611/EEC, 91/675/EEC, 93/6/EEC and 94/19/EEC and Directives 2000/12/EC, 2002/83/EC and 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council, in order to establish a new financial services committee organisational structure, COM (2003) 659 final, Brussels, 5.11.2003

Il Banking Advisory Committee è stato istituito dalla prima direttiva bancaria nel 1977. Dalla sua prima riunione nel 1979, il CCB ha consigliato la Commissione su tutti gli aspetti della legislazione bancaria della UE, in particolare sulla creazione del mercato unico dei servizi bancari e sulla definizione delle regole prudenziali applicabili agli enti creditizi. La funzione consultiva è stata di gran lunga la sua attività principale. Dal 1989, quando gli è stato attribuito il ruolo di comitato di "comitatologia"⁵, il CCB ha operato in tale qualità solo in quattro occasioni.

L'European Banking Committee (EBC) viene ad assumere gran parte delle funzioni del BAC, che nel contempo ha cessato di esistere. Per gli aspetti collegati all'implementazione delle norme UE, è ora competente il Committee of European Banking Supervisors (CEBS).

L'Insurance Committee è stato introdotto dalla direttiva 91/675/CEE, con funzioni consultive e di "comitatologia", funzione che peraltro la Commissione non ha mai richiesto. Tale Comitato si è trasformato nell'European Insurance and Occupational Pensions Committee (EIOPC), con responsabilità sia sul comparto assicurativo sia sull'attività dei fondi pensione. A livello 3 è stato costituito il Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS), con funzioni di vigilanza.

L'UCITS Contact Committee è stato costituito dalla direttiva 85/611/CEE, con funzioni sia consultive sia comitatologiche, sul comparto dei Fondi comuni. Il Consiglio ha deciso di trasferire tali funzioni all'European Securities Committee (ESC) e al Committee of European Securities Regulators (CESR).

Per compiti sia consultivi sia comitatologici relativi ai conglomerati finanziari è stato istituito L'European Financial Conglomerates Committee (EFCC).

Fonte: European Commission, 2003, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 73/239/EEC, 85/611/EEC, 91/675/EEC, 93/6/EEC and 94/19/EEC and Directives 2000/12/EC, 2002/83/EC and 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council, in order to establish a new financial services committee organisational structure*, COM (2003) 659 final, Brussels, 5.11.2003.

Allegato 2 – Trasposizione delle direttive “*Lamfalussy*” (al 1 ottobre 2005)

Di seguito viene riportato lo schema di avanzamento della trasposizione delle direttive cosiddette “*Lamfalussy*” nei 25 Paesi dell’UE al 1 ottobre 2005. Tale schema è oggetto di periodico monitoraggio da parte della Commissione Europea.

Stato della trasposizione delle Direttive sottoposte alla procedura Lamfalussy																											
Direttiva	Numero	data trasposizione	AT	BE	CY	CZ	DE	DK	EE	EL	ES	FI	FR	HU	IE	IT	LT	LU	LV	MT	NL	PL	PT	SE	SI	SK	UK
Direttiva relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato	Directive 2003/6/EC	12/10/2004	EX	CP	EX	CP	OK	EX	OK	EX	OK	CP	OK	EX	OK	EX	OK	NC	OK	OK	EX	EX	NC	EX	OK	OK	EX
Direttiva di implementazione della Direttiva 2003/6 riguardante la definizione di informazione pubblica e di informazione privilegiata e di manipolazione del mercato	Directive 2003/124/EC	12/10/2004	EX	CP	EX	OK	OK	EX	OK	EX	NC	CP	OK	EX	OK	EX	OK	NC	EX	OK	EX	CP	NC	EX	OK	OK	EX
Direttiva di implementazione della Direttiva 2003/6 riguardante la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse	Directive 2003/125/EC	12/10/2004	EX	CP	EX	NC	OK	EX	OK	EX	NC	CP	NC	EX	OK	EX	OK	NC	EX	OK	EX	EX	NC	EX	OK	OK	EX
Direttiva di implementazione della Direttiva 2003/6 riguardante le prassi di mercato ammesse, la definizione di informazione privilegiata in relazione agli strumenti derivati su merci, l'istituzione di un registro delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate, la notifica delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione e la segnalazione di operazioni sospette	Directive 2004/72/EC	12/10/2004	EX	CP	EX	CP	OK	EX	OK	EX	NC	CP	NC	EX	OK	EX	OK	NC	EX	OK	EX	CP	NC	EX	EX	OK	EX
Direttiva relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari	Directive 2003/71/CE	01/07/2005	EX	NC	EX	NC	EX	EX	NC	NC	CP	EX	NC	NC	EX	NC	EX	EX	EX	CP	EX	NC	NC	NC	EX	EX	CP
Direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID)	Directive 2004/39/CE	30/04/2006	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC
Direttiva sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato	Directive 2004/109/CE	20/01/2007	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC

Fonte: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/transposition/table_en.pdf - aggiornato al 1 ottobre 2005

Legenda: NC: no notification received by the Commission - OK: notification received - EX: notification received and under examination by the Commission - CP: partially notified by the Commission

Bibliografia

- Acemoglu D., Zilibotti F., *Was Prometheus Unbound by Chance? Risk Diversification, and Growth*, Journal of Political Economy, June 1996, paper disponibile all'indirizzo Internet:
http://econ-www.mit.edu/faculty/download_pdf.php?id=623.
- Boyd J.H., Smith B.D., *Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development*, Journal of Monetary Economics, 1992
- Breuer R.E., *The Future of EU Financial Market Integration: a Post-FSAP Agenda*, Suerf 11^o Annual Lecture, Amsterdam 25th November 2004.
- Calzolari M., *Normative europee e controlli sull'attività degli intermediari finanziari*, Convegno "Banche e mercato: fra regole e nuove opportunità", Avellino, 15-16 Ottobre 2004.
- Centre for European Reform, *Over but far from finished, the EU's FSAP*, London, 27th September 2004.
- CESR, The Committee of European Securities Regulators, *The Role of CESR in the Regulation and Supervision of UCITS and Asset Management Activities in the EU*, Consultation Paper, CESR/03-378b, Paris, October 2003.
- CESR, The Committee of European Securities Regulators, *The Role of CESR at "Level 3" under the Lamfalussy Process*, Action Plan for 2005, Paris, October 2004.
- CESR, The Committee of European Securities Regulators, *Which Supervisory Tools for the EU Securities Market?*, Preliminary Progress Report. An Analytical paper by CESR, Paris, October 2004.
- Committee of Wise Men, *The Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels, November 2000.
- Committee of Wise Men, *The Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels, February 2001.
- Dogan R., *Comitology: Little Procedures with Big Implications*, West European Politics, No 3, pp.31-61, 1997.
- Economic and Financial Committee, *EFC Sound EU Supervisory Structures and Practices ("Brouwer I report")*, Brussels, January 2000.

- Economic and Financial Committee, *EFC Report on Financial Crisis Management* (“*Brouwer II report*”), Brussels, April 2001.
- ECB, *The Integration of Europe’s Financial Markets*, Monthly Bulletin, Frankfurt, October 2003.
- ECB, *Developments in the EU framework for Financial Regulation, Supervision and Stability*, Monthly Bulletin, Frankfurt, November 2004.
- ECB, *The Integration of the Single Market for Financial Services: the Eurosystem Perspective*, Keynote speech by Jean-Claude Trichet, Paris, December 2004.
- European Commission, *Financial Services 1998–2004, Progress reports*, available at http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/.
- European Commission, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 73/239/EEC, 85/611/EEC, 91/675/EEC, 93/6/EEC and 94/19/EEC and Directives 2000/12/EC, 2002/83/EC and 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council, in order to establish a new financial services committee organisational structure*, COM (2003) 659 final, Brussels, 5th November 2003.
- European Commission, *Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)*, Brussels, June 2005.
- European Commission, *Transposition of FSAP Directives*, Green Paper Annex, July 2005.
- European Commission, *Communication from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – Second Implementation Report of the Internal Market Strategy 2003-2006*. Brussels, January 2005.
- European Commission, Internal Market, *Deficit of transposition*, Brussels 2005, disponibile all’indirizzo internet:
http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/transposition/table_en.pdf.
- Federation Bancaire Européenne, *Response to CESR’s Preliminary Progress Report: Which Supervisory Tools for the Eu Securities Markets?* An Analytical Paper by CESR, October 2004.
- FEFSI, *Extension of the Lamfalussy Procedure*. Statement on EFC Report on Financial Regulation, Supervision and Stability, November 2002.

- Ferran E., *Building an EU Securities Market*, University Press, Cambridge 2002.
- Ferrarini G., *Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive MiFID. An assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture*, Working Paper No.39, Institute for law and finance, Johann Wolfgang Goethe Universitat, Frankfurt, 2005.
- Freixas X., Hartman P., Mayer C., *The Assessment: European Financial Integration*, in Oxford Review of Economic Policy, Vol. 20. no. 4, 2004.
- Grasso A.G., Gualandri E., Venturelli V., *Financial Services Action and Comitology Approach: Implication for the Regulation of the Asset Management Industry in the EU*, Paper presented at the Annual Conference of the European Association of University Teachers of Banking and Finance, Cracow, September 2004. Quaderno di ricerca, Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia.
- Grasso A. G., Gualandri E., *Verso un nuovo assetto regolamentare e di vigilanza nell'UE: Post-Fsdp e Comitologia*, Relazione presentata al Convegno "Asset management: prospettive di convergenza tra banche e assicurazioni. Profili regolamentari e gestionali", Udine 24-25 giugno 2005, in corso di stampa per i Tipi di Giappichelli.
- Kok Group, The High Level Group, *Facing the Challenge, the Lisbon Strategy for Growth and Employment*, 2004.
- Inter-Institutional Monitoring Group, *Third Report Monitoring the Lamfalussy Process*, Brussels, November 2004.
- Lannoo K., Levin M., *Securities Market Regulation in the EU*, Ceps Research Report in Finance and Banking, no.33, May 2004.
- Lastra R.M., *The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe*, FMG Special Paper no. 149, 2003.
- Levine R., *International Financial Liberalization and Economic Growth*, Review of International Economic, Vol. 9 Issue 4 pp. 573-741, 2001.
- Obstfeld M., *Risk-taking, Global Diversification, and Growth*, American Economic Review, 1994.
- Spaventa L., *European Financial Integration: Nuts and Bolts*, in Monetary Union in Europe – Historical perspectives and prospects for the future. Essays in honour of Niels Thygesen, 2004.
- Sutton A.(Chairman), Lannoo K. & Casey J.-P. (Rapporteurs), *EU Financial Regulation & Supervision Beyond 2005*, Ceps Task Force Report no.54, January 2005.

Various Authors, *Regulation and Supervision of Financial Institutions and Markets. A European Perspective*, Paper presented at EFMA Annual Meeting, Basel, mimeo, June 2004.

Venturelli V., *Profili regolamentari del comparto dell'Asset Management*, Relazione presentata al Convegno "Asset management: prospettive di convergenza tra banche e assicurazioni. Profili regolamentari e gestionali", Udine 24-25 giugno 2005, in corso di stampa per i Tipi di Giappichelli.

Hix S., *The Political System of the European Union*, MacMillan, London, 2005.

Note

¹ Cfr. ECB, *THE INTEGRATION OF EUROPE'S FINANCIAL MARKETS*, MONTHLY BULLETIN, OCTOBER 2003.

² Cfr. OBSTFELD M., *RISK-TAKING, GLOBAL DIVERSIFICATION, AND GROWTH*, AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 1994; ACEMOGLU D., ZILIBOTTI F., *WAS PROMETHEUS UNBOUND BY CHANCE? RISK DIVERSIFICATION, AND GROWTH*, JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, JUNE 1996.

³ Cfr. LEVINE R., *INTERNATIONAL FINANCIAL LIBERALIZATION AND ECONOMIC GROWTH*, REVIEW OF INTERNATIONAL ECONOMIC, VOL. 9 ISSUE 4 PP. 573-741, 2001.

⁴ Cfr. BOYD J.H., SMITH B.D., *INTERMEDIATION AND THE EQUILIBRIUM ALLOCATION OF INVESTMENT CAPITAL: IMPLICATIONS FOR ECONOMIC DEVELOPMENT*, JOURNAL OF MONETARY ECONOMICS, 1992.

⁵ DA ORA IN AVANTI IL TERMINE OICVM E UCITS (UNDERTAKINGS FOR COLLECTIVE INVESTMENT IN TRANSFERABLE SECURITIES) VERRANNO UTILIZZATI COME SINONIMI.

⁶ Cfr. THE EUROPEAN COMMISSION, FINANCIAL SERVICES, *TENTH PROGRESS REPORT*, JUNE 2004.

⁷ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, FINANCIAL SERVICES: *IMPLEMENTING THE FRAMEWORK FOR FINANCIAL MARKETS: ACTION PLAN*, COM(1999)232, 11TH MAY 1999.

⁸ TRA GLI ALTRI, SI RINVIA A: SPAVENTA L., BREUER ROLF-E., GREEN PAPER, FREIAAS ET AL..

⁹ Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP – KOK GROUP, *FACING THE CHALLENGE, THE LISBON STRATEGY FOR GROWTH AND EMPLOYMENT*, 2004.

¹⁰ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *GREEN PAPER ON FINANCIAL SERVICES POLICY (2005-2010)*, BRUXELLES, JUNE 2005.

¹¹ PER UN'ANALISI CRITICA SUL TEMA SI VEDA IL CONTRIBUTO DI VENTURELLI IN GRASSO A.G., GUALANDRI E., VENTURELLI V., *FINANCIAL SERVICES ACTION AND COMITOLGY APPROACH : IMPLICATIONS FOR THE REGULATION OF THE ASSET MANAGEMENT INDUSTRY IN THE EU*, MATERIALI DI DISCUSSIONE. UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MODENA E REGGIO EMILIA. DIPARTIMENTO DI ECONOMIA AZIENDALE, N.104, MODENA, 2004.

¹² Cfr. ECB, MONTHLY BULLETIN, FRANKFURT, NOVEMBER 2004.

¹³ Cfr. COMMITTEE OF WISE MEN, *THE INITIAL REPORT ON THE REGULATION OF EUROPEAN SECURITIES MARKETS*, BRUSSELLES, NOVEMBER 2000.

¹⁴ Cfr. COMMITTEE OF WISE MEN, *THE FINAL REPORT ON THE REGULATION OF EUROPEAN SECURITIES MARKETS*, BRUSSELS, FEBRUARY 2001.

¹⁵ IL PROBLEMA DELLA TRASPOSIZIONE DELLE DIRETTIVE IN MANIERA CORRETTA E TEMPESTIVA, È COSTANTEMENTE MONITORATO; IL DEFICIT DI TRASPOSIZIONE MOSTRA LA PERCENTUALE DELLE DIRETTIVE PER LE QUALI NON È STATA ANCORA COMUNICATA L'AVVENUTA TRASPOSIZIONE, RISPETTO AL TOTALE DELLE DIRETTIVE EMANATE E PER LE QUALI I TERMINI SONO SCADUTI. SECONDO LE ULTIME STATISTICHE A DISPOSIZIONE, IL DEFICIT DI TRASPOSIZIONE CHE RIGUARDA TUTTE LE DIRETTIVE SUL

MERCATO INTERNO, È SIGNIFICATIVAMENTE PEGGIORATO ED IN MEDIA SI COLLOCA AL 3,6%. QUESTO DATO È CERTAMENTE LONTANO DAL TARGET INTERMEDIO DELL'1,5% E DA QUELLO REALE DELLO 0%. PER APPROFONDIMENTI SI RINVIA A *COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE COUNCIL, THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS – SECOND IMPLEMENTATION REPORT OF THE INTERNAL MARKET STRATEGY 2003-2006*. BRUSSELS, 27.01.2005.

¹⁶ CONFORMEMENTE AL TRATTATO DI AMSTERDAM LA PROCEDURA SEMPLIFICATA DI CODECISIONE RIPARTISCE EQUAMENTE TRA IL PARLAMENTO EUROPEO ED IL CONSIGLIO I POTERI DECISIONALI. UN ATTO GIURIDICO VIENE APPROVATO SE IN PRIMA LETTURA C'È IL CONSENSO DEL CONSIGLIO E DEL PARLAMENTO. SE, INVECE, QUESTE DUE ISTITUZIONI SONO IN DISACCORDO, UN "COMITATO DI CONCILIAZIONE", COSTITUITO DA UN NUMERO PARI DI MEMBRI DEL PARLAMENTO E DEL CONSIGLIO, CON LA COMMISSIONE PRESENTE, SI RIUNISCE PER ARRIVARE AD UN COMPROMESSO RELATIVAMENTE AD UN TESTO CHE SUCCESSIVAMENTE IL CONSIGLIO ED IL PARLAMENTO POSSONO APPROVARE. QUALORA, CON TALE TENTATIVO NON SI RAGGIUNGA UN ACCORDO, IL PARLAMENTO PUÒ RIFIUTARE COMPLETAMENTE LA PROPOSTA CON LA MAGGIORANZA ASSOLUTA. LA PROCEDURA DI CODECISIONE RAFFORZA IL RUOLO DEL PARLAMENTO IN QUANTO COLEGISLATORE E SI APPLICA AD UN'AMPIA GAMMA DI ARGOMENTI.

¹⁷ Cfr. COMMITTEE OF WISE MEN, *FINAL REPORT ON THE REGULATION OF EUROPEAN SECURITIES MARKETS*. BRUSSELS, FEBRUARY 2001, PP.36.

¹⁸ Cfr. ECONOMIC AND FINANCIAL COMMITTEE, *SOUND EU SUPERVISORY STRUCTURES AND PRACTICES ("BROUWER I REPORT")*, JANUARY 2000.

¹⁹ Cfr. ECONOMIC AND FINANCIAL COMMITTEE, *REPORT ON FINANCIAL CRISIS MANAGEMENT ("BROUWER II REPORT")*, APRIL 2001.

²⁰ Cfr. COM(2003) 659 DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL AMENDING COUNCIL DIRECTIVES 73/239/EEC, 85/611/EEC, 91/675/EEC, 93/6/EEC AND 94/19/EC AND DIRECTIVES 2000/12/EC, 2002/83/EC AND 2002/87/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL, IN ORDER TO ESTABLISH A NEW FINANCIAL SERVICES COMMITTEE ORGANISATIONAL STRUCTURE, 5 NOVEMBER 2003.

²¹ Per approfondimenti si rimanda a Venturelli V., *Profili regolamentari del comparto dell'Asset Management*, Relazione presentata al Convegno "Asset management: prospettive di convergenza tra banche e assicurazioni. Profili regolamentari e gestionali", Udine 24-25 giugno 2005, in corso di stampa per i Tipi di Giappichelli.

²² <http://europa.eu.int/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/857&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr>

²³ Cfr. INTER-INSTITUTIONAL MONITORING GROUP, *THIRD REPORT MONITORING THE LAMFALUSSY PROCESS*, BRUSSELS, 17 NOVEMBER 2004; THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *THE ROLE OF CESR AT "LEVEL 3" UNDER THE LAMFALUSSY PROCESS*, ACTION PLAN FOR 2005, PARIS, OCTOBER 2004.

²⁴ Cfr. INTER-INSTITUTIONAL MONITORING GROUP, *THIRD REPORT MONITORING THE LAMFALUSSY PROCESS*, BRUSSELS, NOVEMBER 2004.

²⁵ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *TRANSPOSITION OF FSAP DIRECTIVES*, GREEN PAPER ANNEX, , MAY 2005.

²⁶ Cfr. FERRARINI G., *CONTRACT STANDARDS AND THE MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE MIFID. AN ASSESSMENT OF THE LAMFALUSSY REGULATORY ARCHITECTURE*, WORKING PAPER NO.39, INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE, JOHANN WOLFGANG GOETHE UNIVERSITÄT, FRANKFURT, 2005.

²⁷ Cfr. FERRAN E., 2004, *BUILDING AN EU SECURITIES MARKET*, CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS (CIT. IN FERRARINI).

²⁸ Cfr. FERRARINI G., *OP. CIT.*, 2005.

²⁹ Cfr. ECB, *THE INTEGRATION OF THE SINGLE MARKET FOR FINANCIAL SERVICES: THE EUROSISTEM PERSPECTIVE*, KEYNOTE SPEECH BY JEAN-CLAUDE TRICHET, PARIS, 6 DECEMBER; *REVIEW OF THE APPLICATION OF THE LAMFALUSSY FRAMEWORK TO EU SECURITIES MARKET LEGISLATION*, 17 FEBRUARY 2005.

³⁰ Cfr. INTER-INSTITUTIONAL MONITORING GROUP, *THIRD REPORT MONITORING THE LAMFALUSSY PROCESS*, BRUSSELS, 17 NOVEMBER 2004.

³¹ HANNO INZIATO AD OPERARE ANCHE IL CEBS E IL CEIOPS, MA IN MODO ANCORA MOLTO LIMITATO. IN PARTICOLARE IL CEBS STA LAVORANDO PER UNA COERENTE ATTUAZIONE DI BASILEA 2; Cfr. ECB, *DEVELOPMENTS IN THE EU FRAMEWORK FOR FINANCIAL REGULATION, SUPERVISION AND STABILITY*, MONTHLY BULLETIN, NOVEMBER 2004.

³² Cfr. THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *THE ROLE OF CESR AT "LEVEL 3" UNDER THE LAMFALUSSY PROCESS, ACTION PLAN FOR 2005*, PARIS, OCTOBER 2004; INOLTRE, SI VEDA INTER-INSTITUTIONAL MONITORING GROUP, *THIRD REPORT MONITORING THE LAMFALUSSY PROCESS*, BRUSSELS, 17 NOVEMBER 2004.

³³ Cfr. CENTRE FOR EUROPEAN REFORM, *OVER BUT FAR FROM FINISHED, THE EU'S FSAP*, SEPTEMBER 2004; VARIOUS AUTHORS, *REGULATION AND SUPERVISION OF FINANCIAL INSTITUTIONS AND MARKETS. A EUROPEAN PERSPECTIVE*, PAPER PRESENTED AT EFMA ANNUAL MEETING, BASEL, Mimeo, JUNE 2004, PP. 7. IN QUESTA ANALISI IL RIFERIMENTO È ALL'UNIONE EUROPEA A 25 MEMBRI.

³⁴ Cfr. ECB, *DEVELOPMENTS IN THE EU FRAMEWORK FOR FINANCIAL REGULATION, SUPERVISION AND STABILITY*, MONTHLY BULLETIN, NOVEMBER 2004.

³⁵ SUL DIBATTITO, SI VEDANO IN PARTICOLARE: BREUER R-E., FERRARINI G., CALZOLARI M., FREIAX X., HARTMAN P., MAYER C., TRICHET J.C..

³⁶ Cfr. BREUER R.-E., *THE FUTURE OF EU FINANCIAL MARKET INTEGRATION: A POST-FSAP AGENDA*, SUERF 11° ANNUAL LECTURE, AMSTERDAM, 25 NOVEMBER 2004.

³⁷ Cfr. THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *PRELIMINARY PROGRESS REPORT. WHICH SUPERVISORY TOOLS FOR THE EU SECURITIES MARKET? AN ANALYTICAL PAPER BY CESR*, PARIS, OCTOBER 2004.

³⁸ Cfr. INTER-INSTITUTIONAL MONITORING GROUP, *THIRD REPORT MONITORING THE LAMFALUSSY PROCESS*, BRUSSELS, 17 NOVEMBER 2004.

³⁹ Cfr. FEDERATION BANCAIRE EUROPEENNE (FBE), *RESPONSE TO CESR'S PRELIMINARY PROGRESS REPORT: "WHICH SUPERVISORY TOOLS FOR THE EU SECURITIES MARKETS? AN ANALYTICAL PAPER BY CESR"*, OCTOBER 2004.

⁴⁰ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *GREEN PAPER ON FINANCIAL SERVICES POLICY (2005-2010)*, BRUXELLES, JUNE 2005. SI VEDA IN PARTICOLARE: ANNEX 1, SECTION 3.

⁴¹ Cfr. BREUER ROLF-E., *OP. CIT.*, 2004.

⁴² Cfr. FREIAX X., HARTMAN P., MAYER C., *THE ASSESSMENT: EUROPEAN FINANCIAL INTEGRATION*, IN OXFORD REVIEW OF ECONOMIC POLICY, VOL. 20. NO. 4, 2004.

⁴³ Cfr. DOGAN R., *COMITOLOGY: LITTLE PROCEDURES WITH BIG IMPLICATIONS*, *WEST EUROPEAN POLITICS*, No 3, PP.31-61, 1997; HIX S., *THE POLITICAL SYSTEM OF THE EUROPEAN UNION*, MACMILLAN, LONDON, 2005.