



ANALISI GIURIDICA  
DELL'ECONOMIA [2002-2012]  
Convegno per il decennale

---

# IL RATING MITO, REALTÀ, NARRAZIONI

Venezia / 5 ottobre 2012

Scuola Grande San Giovanni Evangelista  
Sestiere di San Polo, 2454

### 3/10/2012 – Testo provvisorio

## La sorveglianza sulle agenzie di rating: l'ESMA quale controllore diretto

Avv. Marino Perassi (<sup>1</sup>)

1) Se dovessimo mettere mano alla cronologia degli atti normativi che in questi ultimi anni hanno caratterizzato l'evoluzione del quadro di riferimento dell'Unione Europea nella supervisione sugli intermediari e sui mercati finanziari, certamente assegneremmo un rilievo particolare al provvedimento che ha individuato un solo supervisore diretto sulle agenzie di *rating* per tutta l'Unione; il Regolamento UE n. 513/2011 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 11 maggio 2011, laddove ha innovato in modo significativo il precedente Regolamento n. 1060/2009 sulle agenzie di *rating* del credito.

Si tratta del primo atto che, nella scia della profonda revisione dell'architettura europea sulla supervisione finanziaria, ha superato il modello di responsabilità condivise fra Autorità nazionali ed europee, per assegnare al livello sovranazionale poteri pieni e diretti sugli intermediari.

Una soluzione che è stata ripresa molto recentemente con l'adozione del Regolamento (UE) N. 648/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 4 luglio 2012 sugli strumenti derivati "OTC", le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, il cui Titolo VI assegna all'ESMA compiti di registrazione e supervisione dei repertori di dati relativi alle negoziazioni di contratti derivati.

Una soluzione che si annuncia anche nel settore bancario, con la prospettata assegnazione alla BCE di compiti e funzioni di vigilanza diretta nel settore bancario, già delineata dalla recente Comunicazione della Commissione del 12 Settembre 2012, elemento portante del progetto più ampio di cd. *Banking union*.

Avremo modo di tornare su quest'ultimo progetto.

Il filo conduttore delle riflessioni contenute in questa nota sarà costituito dall'analisi della scelta compiuta dal legislatore europeo nell'istituzione di un regolatore unico per il *rating* del credito, comparandola con altri modelli di accentramento sovranazionale di funzioni, per cercare di comprendere meglio le ragioni della scelta e la portata di questo intervento.

E nel fare ciò dobbiamo in primo luogo iscrivere l'accentramento delle funzioni in discorso nell'ambito del processo progressivo di cessione di sovranità in corso dagli Stati Membri all'Unione nel settore della *governance* dei rapporti economici in generale e del settore finanziario in particolare.

Nel parlare di cessione di sovranità occorre necessariamente tenere come punto di riferimento la moneta unica ed il suo meccanismo di governo, sia per ragioni storiche (l'introduzione dell'euro risale al 1999, secondo le regole fatte a Maastricht nel 1992) sia perché la sua realizzazione mediante l'adozione di un apposito Trattato ha permesso di fondare il sistema su alcuni principi cardine che poi ritroveremo ripresi in altri modelli di regolazione europea.

In breve, vediamo quali sono i punti centrali di questa struttura.

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse nel testo sono esclusivamente personali e non impegnano in alcun modo l'Istituto di appartenenza.

La fonte: un apposito Trattato che ha inserito norme specifiche nel corpo del Trattato CE preesistente; ciò ha consentito un intervento profondo ed innovativo, con la costituzione di un vero e proprio sistema di gestione della politica monetaria, il SEBC.

Si noti che solo con il Trattato di Lisbona si completa il percorso costruttivo includendo la BCE fra le istituzioni comunitarie (art. 13.1 TUE) ed introducendo il concetto di Eurosystem, distinto da quello di SEBC (art. 282.1 TFUE ). Ma già nelle previsioni di Maastricht troviamo ben delineati alcuni elementi fondanti di un'istituzione sovranazionale, destinataria di cessione di sovranità, elementi che ritroveremo più avanti nei modelli di supervisione finanziaria:

- la fissazione di limiti e finalità all'azione (nel caso della BCE la stabilità dei prezzi come bene supremo da garantire anche a scapito di altri obiettivi: art. 282.2 TFUE);
- l'indipendenza degli organi direttivi e dei processi di funzionamento istituzionali da interferenze e pressioni politiche esterne (art. 130 TFUE);
- l'utilizzo di un modello decentrato per lo svolgimento delle funzioni, che coinvolge la BCE quale vertice del sistema e le Banche Centrali Nazionali a livello domestico (art. 12.1 Statuto SEBC/BCE); essendo la politica monetaria di esclusiva competenza dell'UE (art. 3.4 TUE) non sembra esserci spazio per l'applicazione della sussidiarietà, ma piuttosto per il funzionamento decentrato del sistema, con attribuzione di responsabilità alle BCN per l'esecuzione in nome proprio delle operazioni di politica monetaria.

Si tratta di elementi importanti, previsti a livello di Trattato, che, come vedremo a breve, entrano a far parte della costituzione materiale dell'Unione per essere ripresi nell'architettura della nuova supervisione finanziaria.

2) L'*European Securities and Market Authority (ESMA – AESFEM* nella normativa in lingua italiana) è stata istituita il 1 gennaio 2011 <sup>(2)</sup> ed insieme all'EBA ed all'EIOPA costituisce il ESFS (SEVIF nel testo italiano) (Regolamento n. 1095/2010).

Qui assistiamo ad un momento di evoluzione rispetto al precedente sistema, basato sui c.d. comitati "Lamfalussy" (meglio noto come sistema di "comitologia") che veniva considerato non soddisfacente, specie dopo gli eventi legati alla crisi finanziaria.

Il modello ESFS, entro il quale si colloca l'ESMA, rappresenta una struttura con funzioni condivise fra le Autorità nazionali (che mantengono poteri diretti di intervento sui soggetti vigilati), le tre Autorità dell'UE nei rispettivi settori di competenza, e la Commissione UE.

La base legale scelta per l'adozione dei regolamenti istitutivi (l'art. 114 TFUE) facendo riferimento agli obiettivi di cui all'articolo 26 dello stesso TFUE (funzionamento del mercato interno) ha consentito di richiamare l'orientamento della Corte di Giustizia

Nella sentenza 2 maggio 2006, causa C-217/04 (Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord/Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea), la Corte di giustizia ha statuito che «nulla nel tenore testuale dell'articolo 95 CE [attuale articolo 114 del trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE)] permette di concludere che i provvedimenti adottati dal legislatore comunitario sul fondamento di tale disposizione debbano limitarsi, quanto ai loro destinatari, ai soli Stati membri. Può infatti rendersi necessario prevedere, sulla scorta di una valutazione rimessa al detto legislatore, l'istituzione di un organismo comunitario incaricato di contribuire alla realizzazione di un processo di armonizzazione

---

<sup>2</sup> Troiano P., *Le competenze dell'European Securities and Market Authority*, in *La regolazione dei mercati di settore tra Autorità indipendenti e organismi europei*, a cura di Bilancia, Milano, 2012, p. 19 e ss..

nelle situazioni in cui, per agevolare l'attuazione e l'applicazione uniformi di atti fondati su tale norma, appaia appropriata l'adozione di misure di accompagnamento e di inquadramento non vincolanti»<sup>(3)</sup>.

La finalità e i compiti dell'Autorità — assistere le Autorità nazionali di vigilanza competenti nell'interpretazione e nell'applicazione uniformi delle norme dell'Unione e contribuire alla stabilità finanziaria necessaria per l'integrazione finanziaria — sono strettamente legati agli obiettivi dell'*acquis* dell'Unione sul mercato interno dei servizi finanziari. Pertanto, occorre istituire l'Autorità sulla base dell'articolo 114 TFUE<sup>(4)</sup>.

E' stato osservato che<sup>(5)</sup>, trattandosi di questioni relative al mercato interno, l'applicazione dei principi di sussidiarietà e proporzionalità hanno condotto il legislatore europeo a realizzare un maggior coordinamento delle funzioni attribuite alle varie Autorità nazionali, per garantire efficienza e uniformità di operato secondo regole comuni, senza alterare la distribuzione dei poteri, fra livello nazionale ed europeo nella vigilanza e senza la cessione di sovranità che invece è stata posta alla base della costruzione della moneta unica.

In un contesto di competenze condivise si comprendono bene i limiti precisi posti all'intervento diretto dell'ESMA nei confronti di singoli partecipanti ai mercati finanziari, specificati negli articoli 17,18 e 19 del Regolamento n. 1095/2010. Si tratta in sostanza di casi in cui l'Autorità nazionale competente ha omesso di agire (artt. 17 in generale e 18, per i casi specifici delle situazioni di emergenza) ovvero manchi un accordo sulle procedure seguite o sui provvedimenti adottati da parte di due o più Autorità e si chiedi l'intervento dell'ESMA per la risoluzione delle controversie (art. 19).

In altri termini ci troviamo di fronte ad ipotesi in cui la carenza di intervento a livello domestico, ovvero la situazione di *impasse* dovuta a divergenze fra Autorità collocate a quel livello chiama in causa l'Autorità europea, nel pieno rispetto del principio di sussidiarietà.

Da notare che in entrambi i casi di carenza di azione della autorità nazionali la potestà di intervento diretto dell'ESMA è subordinata al coinvolgimento di istituzioni delle Comunità. La determinazione relativa all'esistenza dello stato di emergenza è infatti rimessa alla competenza del Consiglio (art. 18.2), mentre l'intervento per violazione del diritto dell'Unione passa necessariamente attraverso una predefinita fase procedurale in cui la Commissione emette un parere formale, la cui mancata osservanza attiva i poteri diretti dell'ESMA (art. 17).

In entrambi i casi il Regolamento fa salvi i poteri di intervento della Commissione *ex art.* 258 TFUE (procedura di infrazione).

Su questo terreno si nota con evidenza la condivisione di poteri fra le varie entità dell'Unione, a differenza del caso degli analoghi poteri di intervento della BCE, che sono esercitabili dalla medesima senza coinvolgimento di altre istituzioni (art. 35.6 dello Statuto SEBC/BCE), ulteriore portato del grado di autonomia e di esclusività delle funzioni assegnato dal Trattato alla stessa BCE.

Ma lo schema teorico che pare così coerente con i principi generali entra in crisi, come vedremo a breve, quando con il Regolamento n. 513/2001 vengono attribuiti alla stessa ESMA poteri di intervento diretto sulle agenzie di *rating* facendo leva sulla stessa base legale, l'art. 114 TFUE.

---

<sup>3</sup> Corte di Giustizia, 2 maggio 2006, causa C-217/04 (Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord/Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea), in Racc. pag. I-3771, punto 44.

<sup>4</sup> Regolamento n. 1095/2010, preambolo, n. 17.

<sup>5</sup> D'Ambrosio R., *Le Autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione*, in *Dir. Banca Mer. Fin.* 2011/2, p. 118.

Ma su questo torneremo più avanti.

In un conteso così sfuggente, in cui i punti di riferimento sembrano venire meno, non stupisce che alcuni interpreti giudichino la costituzione delle Autorità in discorso una sorta di “complicazione” del modello delle agenzie già noto ed utilizzato a livello dell’Unione <sup>(6)</sup>. In questa situazione magmatica ed in continua evoluzione può risultare costruttivo verificare alcuni principi fondanti che già abbiamo visto alla base del sistema di gestione della politica monetaria unica e che accompagnano anche in questo caso il trasferimento di sovranità, sia pure nei termini contenuti e regolati dal principio di sussidiarietà che abbiamo appena visto. In primo luogo alle Autorità europee sono assegnati compiti determinati e obiettivi specifici, che per l’ESMA si trovano all’art. 1.5 del Regolamento istitutivo ( 1095/2010):

*L’obiettivo dell’Autorità è proteggere l’interesse pubblico contribuendo alla stabilità e all’efficacia a breve, medio e lungo termine del sistema finanziario a beneficio dell’economia dell’Unione, dei suoi cittadini e delle sue imprese. L’Autorità contribuisce a: migliorare il funzionamento del mercato interno, con particolare riguardo a un livello di regolamentazione e di vigilanza valido, efficace e uniforme; garantire l’integrità, la trasparenza, l’efficienza e il regolare funzionamento dei mercati finanziari; rafforzare il coordinamento internazionale in materia di vigilanza; impedire l’arbitraggio regolamentare e promuovere pari condizioni di concorrenza; assicurare che il rischio di credito e altri rischi siano adeguatamente regolamentati e oggetto di opportuna vigilanza, e aumentare la protezione dei consumatori. A tali fini, l’Autorità contribuisce ad assicurare l’applicazione uniforme, efficiente ed efficace degli atti di cui al paragrafo 2, favorisce la convergenza in materia di vigilanza, fornisce pareri al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione ed effettua analisi economiche dei mercati per promuovere il raggiungimento dell’obiettivo dell’Autorità. Nell’esecuzione dei compiti conferitile dal presente regolamento, l’Autorità presta speciale attenzione a qualsiasi rischio sistemico posti dai partecipanti ai mercati finanziari il cui fallimento è suscettibile di pregiudicare il funzionamento del sistema finanziario o dell’economia reale.*

Da notare la previsione di chiusura di questo paragrafo: *Nello svolgimento dei suoi compiti, l’Autorità agisce in maniera indipendente e obiettiva nell’interesse esclusivo dell’Unione* che protegge le modalità di perseguimento degli obiettivi da interferenze, richiamando il principio di indipendenza su cui il Trattato di Maastricht aveva costruito una parte fondamentale del governo della moneta. E infatti all’art. 42 del Regolamento istitutivo <sup>(7)</sup> il principio di indipendenza dell’organo di governo della Autorità è chiaramente scolpito con una formulazione che riprende quella prevista dal Trattato per il SEBC (art. 130 TFUE).

Assegnazione di funzioni specifiche, condivise con i regolatori nazionali (nel rispetto quindi del principio di attribuzione; art. 5 TUE), definizione degli obiettivi dell’Autorità europea, principio di indipendenza; questi elementi, di chiara derivazione dal quadro di funzionamento del SEBC, caratterizzano fortemente l’ESMA e le altre due Autorità di

---

<sup>6</sup> Chiti E. *La trasformazione delle agenzie europee*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2010, I, pp. 69 e ss..

<sup>7</sup> *Art 42. Indipendenza.* Nello svolgimento dei compiti che sono loro assegnati dal presente regolamento, il presidente e i membri con diritto di voto del consiglio delle Autorità di vigilanza agiscono in piena indipendenza e obiettività nell’interesse esclusivo dell’Unione nel suo insieme, senza chiedere né ricevere istruzioni da parte di istituzioni o organi dell’Unione, dai governi degli Stati membri o da altri soggetti pubblici o privati.

Né gli Stati membri, né le istituzioni o gli organi dell’Unione, né altri soggetti pubblici o privati cercano di influenzare i membri del consiglio delle Autorità di vigilanza nello svolgimento dei loro compiti.

nuova istituzione e sono alla base, come vedremo fra poco, anche dell'azione della stessa ESMA quale supervisore unico e diretto sulle agenzie di *rating*.

3) Come si è ricordato in apertura con il Regolamento n. 513/2011 l'Autorità viene qualificata come unica istituzione di supervisione sulle agenzie di *rating*.

La base legale è ancora una volta l'art. 114 TFUE, la stessa utilizzata in precedenza per delineare il sistema di vigilanza europeo con responsabilità condivise fra i livelli nazionali ed europei, secondo la logica della sussidiarietà, come si è visto poco sopra.

Ciò solleva indubbiamente qualche dubbio sulla solidità della scelta legislativa, che punta, questa volta, ad accentrare tutte le competenze a livello sovranazionale in via esclusiva<sup>(8)</sup>.

Venendo alla sostanza del provvedimento occorre chiedersi per quali ragioni il legislatore europeo ha scelto proprio questo campo per accentrare per la prima volta nel livello sovranazionale la supervisione?

Si può tentare una risposta chiamando in causa vari elementi.

In primo luogo quello storico.

La necessità di sottoporre a forme di sorveglianza l'attività delle agenzie di *rating* emerge in tempi recenti, dopo la crisi finanziaria, nel corso della quale il loro operato è stato sottoposto a forti critiche. Sono tempi in cui già si parla, nel corso delle riflessioni sulla nuova supervisione europea e nei relativi lavori preparatori (cfr. rapporto *de Larosière*), di un accentramento di funzioni di vigilanza; il fatto che il sistema di vigilanza nel settore del *rating* nasca già sulla base di responsabilità condivise fra l'Autorità europea e quelle nazionali con l'adozione del Regolamento n. 1060/2009 rende più agevole il passo successivo, l'accentramento.

Da qui un secondo motivo. Il trasferimento di sovranità in questo contesto appare meno traumatico che in altri settori, dove i poteri di supervisione sono profondamente radicati negli ordinamenti nazionali e coinvolgono non solo le Autorità, ma spesso organi politici.

Si pensi che il Testo Unico della Finanza è stato emendato, con l'inserimento dell'art. 4 *bis*, solo con l'art. 1 del d.lgs 5 ottobre 2010, n. 176, al fine di individuare nella Consob l'Autorità competente per il nostro paese per l'applicazione di talune previsioni dello stesso Regolamento<sup>(9)</sup>.

Vi sono poi altre ragioni, maggiormente legate al quadro di riferimento dell'Unione.

Quella che appare centrale deriva dal fatto che con l'art. 4 del Regolamento n. 1060/2009 si stabilisce che ai fini regolamentari gli intermediari possono utilizzare solo *ratings* emessi da agenzie di *rating* del credito stabilite nella Comunità e registrate conformemente allo stesso regolamento.

I *ratings* vengono quindi utilizzati in tutta l'Unione, con valore equivalente in tutte le giurisdizioni, per tutti gli intermediari dotati del c.d. passaporto europeo; mantenere un sistema decentrato e a doppio livello non pare il più idoneo e efficace ad assicurare l'efficacia dell'intervento di supervisione nel mercato interno (Reg 2011, preambolo, paragrafo n 8).

---

<sup>8</sup> Sostengono la necessità di una modifica del Trattato ai fini di accentrare funzioni di supervisione in una istituzione europea: Castellano G. G., Jeunemaitre A., Lange B., *Reforming European Union Financial Regulation: Thinking through Governance Models*, in *European Business Law Review*, 3/2012, p. 441.

<sup>9</sup> Palmieri M, *Commento all'art. 4 bis TUF*, in Commentario T.U.F., a cura di Vella, Torino, 2012, Vol. I, p. 74 e ss..

La valenza regolamentare assegnata ai *ratings* emessi dalle agenzie debitamente registrate esalta la funzione di *gatekeeping* nell'accesso ai mercati finanziari <sup>(10)</sup> dell'attività delle stesse agenzie, giustificando interventi pubblicistici di supervisione, tanto più efficaci, quanto accentrati nella stessa istituzione.

Inoltre *regulatory failures* in uno stato membro per quanto riguarda i *ratings* possono avere effetti negativi sui partecipanti ai mercati e sugli stessi mercati finanziari in tutta l'Unione; da qui la valutazione della maggiore efficacia dell'azione diretta a livello europeo, con l'utilizzo del principio di sussidiarietà (art. 5.3 TUE e Protocollo sui principi di sussidiarietà e proporzionalità).

Risulta inoltre coerente con la considerazione unitaria del mercato interno come campo di regolazione uniforme che l'ESMA svolga la funzione di contatto con le Autorità di paesi extra-UE, rappresentando gli interessi europei nello scambio di informazioni con quelle istituzioni (artt. 34 – 35 del Regolamento n. 1060/2009 come emendato dal Regolamento n. 513/2011).

Del resto il forte grado di indipendenza assicurato all'ESMA la colloca in una condizione ideale per l'espletamento dei compiti di vigilanza su un settore così delicato.

Il tutto, non dimentichiamolo, in un contesto di mercato caratterizzato da un numero di operatori piuttosto contenuto, sicuramente non paragonabile ad altri settori in cui le istituzioni finanziarie sono numerose e diversificate in termini di attività e di dimensioni (penso alle banche), che ha reso piuttosto agevole l'accentramento di funzioni in una sola istituzione <sup>(11)</sup>.

4) Il Regolamento prevede ora una procedura di registrazione per le agenzie con sede in Europa da attivarsi presso l'ESMA (artt. 14 e ss.). Esso assegna inoltre all'ESMA significativi poteri di vigilanza per ottenere il rispetto delle prescrizioni imposte dalla normativa alle agenzie; gli articoli 21 e ss del Regolamento contemplano poteri di richiesta di informazioni, di svolgere indagini generali, di effettuare ispezioni *in loco* ed irrogare sanzioni <sup>(12)</sup>.

Lo stesso Regolamento contiene poi varie norme relative all'organizzazione ed al funzionamento delle agenzie, che rappresentano il cuore della disciplina europea con riferimento a tre aspetti fondamentali della struttura e dell'operato delle agenzie: la prevenzione di conflitti di interessi, la trasparenza e la qualità delle metodologie utilizzate per elaborare i *ratings*.

Un primo gruppo di norme, per quanto riguarda il conflitto di interessi, (artt. 6-7 ed allegato) agisce sul piano organizzativo imponendo alle agenzie di inserire amministratori non esecutivi indipendenti negli organi di governo e di attivare una adeguata funzione di *compliance* indipendente.

Sul piano operativo da segnalare in particolare le previsioni sulla fornitura di servizi diversi dall'elaborazione dei *ratings* (allegato I, B, n. 4 e preambolo, paragrafo n. 22), che vietano

---

<sup>10</sup> Sul tema: Oster J, *Who rates the raters ?The regulation of credit rating agencies in the EU*, in *Maastricht Journal of European and comparative law*, 2010, p 356; Gasparini Casari V., *Le agenzie di rating*, in *Il diritto dell'economia*, 2011, p. 643; Gildehaus H. *The rating agency oligopoly and its consequences for european competition law*, in *European law review*, 3/2012, p. 272.

<sup>11</sup> Sulla prima fase dell'attività di supervisione sulle agenzie di *rating*: ESMA, *Annual report*, 2011, p. 29 e ss..

<sup>12</sup> Sugli aspetti più significativi del Regolamento del 2009: Oster J, *Who rates the raters ?The regulation of credit rating agencies in the EU*, cit. p. 362 e ss. E De Bellis M, *La nuova disciplina europea delle agenzie di rating*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 5/2010, p. 457 e ss..

ad una agenzia di fornire all'entità valutata o a terzi collegati servizi di consulenza relativi alla loro struttura organizzativa, al loro attivo o passivo ed alla loro attività; i cd. servizi ausiliari sono invece ammessi, sempre che la loro prestazione non generi conflitti di interesse <sup>(13)</sup>.

Infine sul piano personale la prevenzione del conflitto di interesse si sostanzia nell'imposizione di un obbligo di rotazione degli analisti che partecipano all'attività di *rating* della stessa entità valutata o di soggetti collegati (allegato I, C, n.8).

Venendo alla trasparenza occorre ricordare le previsioni degli articoli 8. 1 e 10-13 (oltre alle regole dell'allegato I ivi richiamate) che, oltre alla pubblicazione di una relazione annuale di trasparenza, impongono in particolare di rendere noti i *ratings* di credito, ogni decisione di abbandonare un *rating*, le politiche e le procedure per i *ratings* non sollecitati, informazioni sulle metodologie, sui modelli e le ipotesi principali utilizzati nell'attività di *rating* del credito.

Particolari informazioni sono poi previste per gli strumenti finanziari strutturati (art. 10.3).

Per quanto riguarda la qualità dell'attività volta all'attribuzione del *rating*, l'art. 8, 2-6 detta disposizioni procedurali ed organizzative tese a garantire la qualità dei giudizi finali espressi con il *rating*.

Su questo punto è necessario soffermarsi, poiché ci troviamo di fronte ad un elemento fondamentale per comprendere la logica dell'intervento del legislatore europeo.

Abbiamo appena visto che il Regolamento introduce solamente prescrizioni organizzative e procedurali che devono essere seguite dalle agenzie, ma non consente all'ESMA di spingersi sino a richiedere alle stesse agenzie di modificare nella sostanza le metodologie seguite ed applicate.

Lo stesso Regolamento, nel testo emendato nel 2011, all'art. 10.6 dispone: *Un'agenzia di rating del credito non utilizza il nome dell'AESFEM o di un'Autorità competente in alcun modo che possa indicare o suggerire che l'AESFEM o un'Autorità competente avalli o approvi i rating o le attività di rating dell'agenzia di rating del credito e l'art. 23: Nell'adempimento dei compiti loro assegnati in virtù del presente regolamento, né l'AESFEM, né la Commissione, né altre Autorità pubbliche degli Stati membri interferiscono con il contenuto dei rating del credito o con le relative metodologie.*

Il principio di non interferenza della Autorità nei contenuti del *rating* del credito e di non approvazione delle attività di *rating* <sup>(14)</sup> collocano la funzione di vigilanza dell'ESMA su un piano non invasivo, che mira ad assicurare il rispetto di regole prefissate, senza però incidere nel merito delle valutazioni delle agenzie e perciò senza garantirne la qualità rispetto ai terzi soggetti.

---

<sup>13</sup> Regolamento. Allegato I, B, n. 4: Un'agenzia di rating del credito non fornisce servizi di consulenza all'entità valutata o a terzi collegati per quanto riguarda la loro struttura societaria o giuridica, il loro attivo e il loro passivo o le loro attività.

Un'agenzia di rating del credito può fornire servizi diversi dall'emissione di rating («servizi ausiliari»). I servizi ausiliari non fanno parte dell'attività di rating del credito; essi comprendono le previsioni di mercato, le valutazioni delle tendenze economiche, l'analisi dei prezzi e altre analisi generali dei dati nonché i servizi di distribuzione connessi.

L'agenzia di rating del credito garantisce che la prestazione di servizi ausiliari non determini un conflitto di interessi con le sue attività di rating e nella propria relazione conclusiva elenca i servizi ausiliari forniti all'entità valutata o a terzi collegati.

<sup>14</sup> Cfr. anche De Bellis M., *La riforma della regolamentazione e della vigilanza finanziaria*, in *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, a cura di Napolitano, Bologna 2012, p. 114.

5) Questo discorso ci porta ad esaminare con interesse il grado di protezione per l'investitore che può essere assicurato dall'esercizio della vigilanza dell'ESMA nell'area dei giudizi di *rating*.

Come si è già visto l'articolo 1.5 del Regolamento n. 1095/2010 istitutivo dell'ESMA fissa una serie di obiettivi che ne indirizzano l'attività in primo luogo verso la realizzazione di un mercato interno efficiente e trasparente, con parità di condizioni concorrenziali e non alterato da arbitraggi normativi; oltre a questi macro-obiettivi, l'ESMA è anche chiamata a: *assicurare che il rischio di credito e altri rischi siano adeguatamente regolamentati e oggetto di opportuna vigilanza, e aumentare la protezione dei consumatori.*

Viene spontaneo chiedersi se tale finalità radicano direttamente in capo agli investitori aspettative di tutela da parte della Autorità o se invece questi siano solo effetti indiretti della supervisione.

Un significativo spunto normativo contenuto nel Regolamento n. 1060/2009 offre elementi favorevoli a questa seconda interpretazione.

Abbiamo già visto che l'art. 10.6 esplicitamente esclude ogni <<avallo o approvazione>> dei *ratings* emessi dalle agenzie o delle loro attività da parte dell'ESMA, da qui si potrebbe affermare che l'affidamento riposto dagli investitori nella qualità ed affidabilità dei *ratings* non può essere direttamente influenzato dalla vigilanza esercitata sulle agenzie.

Questo ragionamento può essere scalfito da quanto previsto all'art. 31.2 del Regolamento citato, dove, nell'ambito della collaborazione fra Autorità nazionali ed ESMA, si prevede che le prime possano chiedere l'intervento della stessa ESMA qualora esse ritengano che:

*un'agenzia di rating del credito registrata, i cui rating sono usati nel territorio di quello Stato membro, violi gli obblighi derivanti dal presente regolamento e che tali violazioni siano sufficientemente gravi e ripetute da produrre effetti significativi sulla tutela degli investitori o sulla stabilità del sistema finanziario dello Stato membro interessato.*

Il quadro potrebbe cambiare se verrà adottata la proposta di modifica del Regolamento <sup>(15)</sup> che intende introdurre una norma sulla responsabilità delle agenzie di *rating*; muovendo dal presupposto che i giudizi formulati dalle agenzie siano rilevanti per gli investitori, la norma stabilisce che se un'agenzia ha intenzionalmente o per colpa grave violato obblighi previsti dal Regolamento, se il *rating* conseguentemente emesso risulta diverso da quello che

---

<sup>15</sup> Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (CE) n. 1060/2009 sulle agenzie di *rating* del credito, 15 Novembre 2011, Com (2011) 747 def. Articolo 35 *bis*. *Responsabilità civile*

1. Se un'agenzia di rating del credito ha commesso intenzionalmente o per negligenza grave una delle infrazioni di cui all'allegato III che hanno inciso sul rating del credito sul quale un investitore si è basato nell'acquistare uno strumento valutato, l'investitore può promuovere un ricorso contro l'agenzia per i danni subiti.

2. Un'infrazione è considerata tale da incidere sul rating del credito se il rating che l'agenzia ha emesso è diverso da quello che avrebbe emesso se non avesse commesso l'infrazione.

3. Un'agenzia di rating del credito commette una negligenza grave se disattende gravemente i doveri che il presente regolamento le impone.

4. Se l'investitore accerta fatti dai quali si può dedurre che un'agenzia di rating del credito ha commesso una delle infrazioni di cui all'allegato III, spetta all'agenzia dimostrare di non aver commesso l'infrazione o che l'infrazione non ha avuto un impatto sul rating emesso.

5. La responsabilità civile di cui al paragrafo 1 non può essere esclusa o limitata a priori grazie ad un accordo. Eventuali clausole in tali accordi che escludono o limitano la responsabilità civile a priori sono nulle e prive di effetto.”

sarebbe stato nell'ipotesi di mancata violazione e tale *rating* ha creato affidamenti negli investitori, questi ultimi sono legittimati ad esperire un'azione per il danno extracontrattuale eventualmente generato dal giudizio in discorso.

Poiché le violazioni del Regolamento indicate nella norma (cioè quelle elencate nell'Allegato III) legittimano poteri di intervento dell'ESMA nei confronti delle agenzie che commettano queste violazioni, ai sensi dell'art. 24 del Regolamento, che vanno dalla sospensione temporanea del valore regolamentare dei *ratings* al divieto per un certo periodo di emettere *ratings*, sino alla revoca della registrazione delle agenzie, è legittimo ritenere che i poteri di vigilanza dell'Autorità potranno essere considerati, una volta approvata la riforma del Regolamento, come forma di tutela dell'investitore, la cui mancata attivazione potrebbe dar luogo a responsabilità a carico della stessa Autorità <sup>(16)</sup>.

6) La normativa in esame offre alcuni spunti di indubbio interesse per quanto riguarda i profili istituzionali connessi alle funzioni delle Autorità europee.

In primo luogo il principio di attribuzione, già esaminato, trova una puntuale esplicitazione nell'articolo 25 *bis* ove si stabilisce che *Le Autorità settoriali competenti sono responsabili di vigilare e garantire l'applicazione dell'articolo 4, paragrafo 1 [uso dei ratings a fini regolamentari], ai sensi della legislazione settoriale pertinente.*

Le competenze dell'ESMA non debordano in questo modo da quanto specificamente loro assegnato dal regolamento.

Di interesse anche la linea di confine tracciata all'art. 23 *sexies*.8 fra procedure sanzionatorie amministrative ed eventuali procedimenti penali che rimangono di esclusiva competenza nazionale e la cui attivazione comporta la prevalenza del processo penale rispetto all'*iter* della sanzione amministrativa <sup>(17)</sup>.

Anche in questo caso i poteri dell'ESMA si devono fermare laddove le competenze nazionali non conoscono deroghe e rimangono esclusive.

In questo modo ci avviciniamo ad un altro punto di notevole interesse nel modello di supervisione accentrata: il rapporto fra ESMA ed Autorità nazionali competenti nello svolgimento della vigilanza.

L'art. 30 del Regolamento <sup>(18)</sup> prevede la possibilità di una delega di compiti dalla stessa ESMA alle Autorità in termini piuttosto ristretti.

In primo luogo la delega è attivabile <<se necessario>> e ciò fa ritenere che non sia utilizzabile nella normalità dei casi. Inoltre può avere ad oggetto solo compiti specifici in conformità a linee guida elaborate dalla stessa ESMA. I compiti delegati possono riguardare in particolare la richiesta di informazioni e la conduzione di indagini ed ispezioni *in loco*.

Ma l'ultimo paragrafo precisa che: *La delega dei compiti non modifica la responsabilità dell'AESFEM e non ne limita la capacità di svolgere e verificare l'attività delegata. Le responsabilità di vigilanza ai sensi del presente regolamento, incluse le decisioni relative*

---

<sup>16</sup> Cfr. artt. 268, 340 e 256 del TFUE, per effetto di quanto previsto all'art. 340.2 si pone il problema della eventuale limitazione di responsabilità dell'ESMA per casi di danno extracontrattuale.

<sup>17</sup> L'AESFEM si rivolge alle Autorità nazionali competenti ai fini della promozione dell'azione penale se, nello svolgimento delle proprie funzioni a norma del presente regolamento, constata gravi indizi dell'eventualità di fatti che possono costituire reato. Inoltre l'AESFEM evita d'imporre sanzioni pecuniarie o sanzioni reiterate laddove una sentenza di assoluzione o condanna a fronte di fatti identici o sostanzialmente analoghi sia passata in giudicato in seguito ad un'azione penale di diritto interno.

<sup>18</sup> Norma di analogia portata si ritrova all'art. 74 del citato Regolamento n. 648/2012.

*alla registrazione, le valutazioni finali e le decisioni sul seguito da dare alle infrazioni non sono delegabili.*

Da queste previsioni risulta evidente che il legislatore europeo si è attenuto alla c.d. dottrina Meroni (dal <<caso Meroni>><sup>19</sup>) secondo cui la costituzione di soggetti ausiliari alle istituzioni comunitarie e la delega di funzioni alle medesime sarebbe ammissibile solo nel rispetto di circostanze molto stringenti: non venga messa in discussione la ripartizione di competenze di natura costituzionale comunitaria e le connesse relazioni fra istituzioni; le funzioni delegate non abbiano natura pienamente discrezionale e siano circoscritte; l'esercizio dei poteri delegati sia sottoposto al controllo sulla base di criteri oggettivi fissati dal delegante. Come si vede queste due ultime condizioni hanno ispirato la norma regolamentare in oggetto.

Anche se la dottrina Meroni è oggetto di critiche<sup>(20)</sup>, l'assetto delle funzioni tracciato nel Regolamento rappresenta un modello fortemente accentrato nell'istituzione europea, con possibilità di avvalersi delle competenti Autorità nazionali solo per funzioni ben circoscritte ad attività che paiono prevalentemente esecutive.

7) Se l'affidamento ad un'unica istituzione europea della supervisione diretta sulle agenzie di *rating* ha rappresentato un momento storico nell'evoluzione del diritto dell'Unione, la riforma della vigilanza bancaria, tassello fondamentale del progetto di c.d. *banking union*, per la sua portata costituirà un momento altrettanto importante.

Allo stato attuale il regime definitivo non è ancora ipotizzabile, ma è comunque possibile analizzare alcuni principi fondanti della proposta di Regolamento recentemente avanzata dalla Commissione per assegnare alla BCE compiti di vigilanza bancaria<sup>(21)</sup>.

Abbiamo visto i modelli di riferimento che il legislatore europeo si trova di fronte nell'affrontare l'opera di centralizzazione della supervisione sull'attività creditizia.

La struttura con funzioni decentrate del SEBC / Eurosistema; il sistema fondato sulla condivisione dei compiti fra Autorità nazionali ed Europee del ESFS; la soluzione di competenze accentrate nell'ESMA adottata per la vigilanza sulle agenzie di *rating* e per il controllo sui repertori di dati relativi alle negoziazioni di contratti derivati.

A prima vista possiamo dire che la bozza di Regolamento sceglie una via nuova, utilizzando elementi tratti dalle esperienze preesistenti. Il legislatore europeo si trova questa volta a disposizione una base legale più solida rispetto all'art. 114 TFUE utilizzato nel recente passato; l'art. 127.6 del TFUE, rappresenta una norma specifica, che segue una procedura speciale e che richiede l'unanimità dei consensi degli Stati membri. Si può affermare che con quella disposizione è legittimo realizzare un trasferimento di sovranità in termini più intensi rispetto a quanto fatto in precedenza.

La bozza di regolamento intende creare un meccanismo di vigilanza unico formato dalla BCE e dalle Autorità di vigilanza nazionali degli Stati membri che hanno adottato l'Euro come moneta unica. Uno schema che a prima vista ricorda la struttura dell'Eurosistema.

Quello schema, lo ricordiamo, è fondato su un decentramento pieno di funzioni dalla BCE alle Banche Centrali Nazionali, che adottano in proprio i provvedimenti necessari ad attuare nelle loro giurisdizioni le decisioni e le direttive della BCE nel campo della politica

---

<sup>19</sup> Corte di Giustizia, sentenza Meroni, 13 giugno 1958 nelle cause 9 e 10/56.

<sup>20</sup> Chiti M. P – Greco G. *Trattato di diritto amministrativo europeo*, Tomo I, 2° ed, Milano, 2007, p. 445.

<sup>21</sup> COMMISSIONE EUROPEA, Bruxelles, 12.9.2012, COM(2012) 511 *final*. Proposta di Regolamento del Consiglio che attribuisce alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi.

monetaria, del cambio e dei sistemi di pagamento. Un decentramento legittimato dalla fonte primaria, il Trattato.

Pur sottolineando la necessità di una forte collaborazione fra la BCE e le Autorità nazionali, la bozza sembra discostarsi dal modello pienamente decentrato, assegnando alla BCE il momento decisionale su tutti i provvedimenti di vigilanza prudenziale, che rimarrebbe quindi legalmente responsabile dei medesimi, assegnando al livello nazionale le funzioni istruttorie ed attuative.

La bozza non contempla al momento deleghe di compiti nei termini, pur ristretti ed ispirati dalla c.d. dottrina Meroni, utilizzate invece nel caso della supervisione accentrata dell'ESMA.

L'intenzione della Commissione sembra essere quella di percorrere una sorte di "terza via" all'accentramento dei compiti di supervisione, che fa leva su un principio di forte collaborazione sostanzialmente operativa, ma con un unico centro decisionale e di responsabilità unica delle decisioni.

Approccio motivato sostanzialmente dall'intenzione di non creare segmentazioni nella funzione di vigilanza fra un livello sovranazionale ed uno nazionale.

L'assegnazione di compiti così incisivi nella vigilanza ha sollevato dubbi sulla possibile interferenza delle funzioni di supervisione con quelle di politica monetaria. Ancora una volta il requisito dell'indipendenza degli organi di governo delle istituzioni assume un rilievo fondamentale nella elaborazione della legislazione europea; in questo caso lo sforzo normativo non persegue solo la finalità di mantenere la BCE indenne da influenze esterne, a questo potrebbe bastare quanto previsto agli artt. 130 e 282.3 TFUE, ma anche di preservare l'autonomia del governo della moneta, ispirato dalla finalità di mantenere la stabilità dei prezzi, da possibili <<contaminazioni>> generate dall'esercizio della vigilanza.

Da qui l'esigenze di creare un apposito organo interno specificamente incaricato di trattare le materie di vigilanza ed incaricato in via generale di compiti preparatori ed esecutivi delle attribuzioni della BCE <sup>(22)</sup>.

Restando ferma la competenza ultima del Consiglio Direttivo della BCE, organo di governo previsto dal Trattato e per tale ragione immodificabile, avvalendosi dell'incisiva potestà normativa derivante dall'art. 127 (6), si prevede un Consiglio di Vigilanza, organo interno alla BCE, con facoltà per il Consiglio Direttivo di delegare al Consiglio stesso *compiti di vigilanza circoscritti, e le relative decisioni, riguardanti singoli enti creditizi, società di partecipazione finanziaria o società di partecipazione finanziaria mista, ovvero un loro gruppo identificabile, fatte salve la supervisione e la responsabilità del consiglio direttivo* [della BCE]. Una delega di tipo <<interno>> appunto e perciò non soggetta ai limiti visti in precedenza per le deleghe attivate fra diverse istituzioni.

---

<sup>22</sup> COMMISSIONE EUROPEA, Bruxelles, 12.9.2012,. Proposta di Regolamento del Consiglio che attribuisce alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, *cit.*, preambolo, nn. 35-36 e art. 19.