

# **“ LA RIFORMA DELL’ASSETTO DI GOVERNANCE ECONOMICA DELL’UNIONE EUROPEA”**

Banca d’Italia, Roma 27 marzo 2012

Ambasciatore Ferdinando Nelli Feroci, Rappresentante Permanente,

Rappresentanza Permanente d’Italia presso l’Unione Europea

1. La riforma della “governance” economica dell’Unione è stata al centro dell’agenda europea dalla primavera del 2010 ad oggi. Ha costituito probabilmente la sfida più complessa e difficile cui la costruzione europea è stata sottoposta dal suo inizio. Ed é ancora per certi versi un “work in progress”. L’esigenza di riformare la “governance” economica é stata dettata dalla necessità di dare una riposta credibile ed efficace alla crisi economica e finanziaria, ma soprattutto alla crisi del debito pubblico. Nasce però anche dalla consapevolezza delle insufficienze e lacune del sistema di governo della moneta comune così come era stato disegnato con il Trattato di Maastricht, con il Patto di Stabilità e Crescita e con la Strategia di Lisbona

2. La crisi si manifesta nel modo più drammatico nell’autunno del 2008 come crisi di illiquidità e insolvenza di alcune grandi banche e di alcuni grandi istituti finanziari negli Stati Uniti, con effetti che si propagano immediatamente in Europa, ma che l’Europa riesce in qualche modo a contenere. Si sviluppa successivamente, a partire dai primi mesi del 2009, come crisi dell’economia reale, con effetti molto pesanti sulla crescita e sull’occupazione nei maggiori Paesi europei. Ma è la terza fase della crisi, quella che colpisce il debito sovrano di alcuni Paesi membri dell’area dell’Euro, che fa emergere la consapevolezza del rischio che essa possa assumere una dimensione sistemica in grado di destabilizzare l’intera area dell’Euro. Da qui la necessità di adottare misure che consentano di contenere gli effetti di questa crisi. Nasce così dalla crisi greca e dai suoi sviluppi quell’iniziativa politica che, malgrado un percorso sicuramente poco lineare e poco ortodosso dal punto di vista dei metodi di lavoro, costituirà la priorità dell’agenda europea lungo tutto l’arco del 2010 e 2011.

3. Ne ripercorro sinteticamente le principali tappe. Tra il febbraio e il marzo del 2010 viene organizzato il primo programma di aiuti alla Grecia, da parte di un’Unione che non dispone di strumenti per intervenire a sostegno di un Paese dell’Euro a rischio di *default*, e i cui Trattati

prevedono il divieto di “*bail out*” per i Paesi dell’Euro. Si decide quindi di mettere a disposizione della Grecia una serie di prestiti bilaterali da parte dei singoli Paesi membri dell’Euro, coordinati dalla Commissione, con la partecipazione del Fondo Monetario Internazionale.

4. Nel frattempo, nel famoso week end del 7 e 9 maggio 2010, a fronte di fortissime pressioni dei mercati sui titoli del debito pubblico di Spagna e Portogallo, viene deciso per la prima volta di passare dai prestiti bilaterali coordinati, utilizzati per il primo salvataggio della Grecia, alla creazione di una facility europea. Viene così creata la EFSF, strumento di diritto privato lussemburghese, per il momento temporaneo della durata di tre anni, dotato di una “lending capacity” successivamente aumentata a 440 miliardi di Euro, in grado di effettuare prestiti a Paesi dell’Euro a rischio di *default*, a fronte di rigorose condizionalità. Non era ancora un disegno organico, e si stava evidentemente procedendo per approssimazioni successive. Ma, pure in assenza di una richiesta di assistenza da parte di Spagna e Portogallo, si riconosce in quella occasione la necessità di un impegno politico collettivo che desse il segnale ai mercati che in caso di necessità sarebbe diventato operativo quel principio di solidarietà in base al quale i Paesi membri dell’Euro sarebbero stati in grado di fornire assistenza ad altri Paesi che avessero avuto difficoltà a rifinanziare il proprio debito pubblico sui mercati dei capitali.

Da segnalare anche che, contestualmente a questa decisione, la Banca Centrale Europea con l’avvio del Security Market Programme, contribuisce a stabilizzare i mercati finanziari, con acquisti importanti, sui mercati secondari, di titoli del debito pubblico di questi Paesi, alleggerendo la pressione su Paesi che in quel momento erano oggetto di particolare attenzione da parte di mercati e speculazione.

5. Successivamente, nell’autunno 2010 viene adottato il Rapporto della Task Force Van Rompuy, che definisce per la prima volta le grandi linee di un programma di riforma della “governance” economica. La Commissione esplicita in maniera più chiara la riforma del Patto di Stabilità e Crescita con sei proposte legislative (il “Six Pack”). Sempre la Commissione avvia i lavori di preparazione del Primo Semestre Europeo con la presentazione della prima Annual Growth Survey. Viene deciso un programma di assistenza per l’Irlanda, con interventi coordinati della EFSF e del FMI. Proseguono i lavori in Consiglio sul “six pack”. Viene accolta l’idea di trasformare la EFSF in un meccanismo permanente che si chiamerà ESM, e viene accettata la richiesta tedesca di una minore modifica dell’articolo 136 del Trattato TFUE, per consentire di disporre di una legittima base giuridica per l’ESM. Vengono definite le caratteristiche essenziali dell’ESM. Nel marzo 2011 viene deciso un programma di assistenza EFSF-FMI per il Portogallo. Tra il febbraio e il marzo

2011 viene adottato, su richiesta franco-tedesca, il Patto per l'Euro plus: una forma ulteriore di coordinamento rafforzato tra Paesi membri dell'Euro (e non euro che vorranno aderirvi) su politiche aventi un impatto diretto sulla competitività dei sistemi Paese, un'iniziativa che si aggiunge e si va ad inserire nella procedura del Semestre Europeo con lo scopo di rafforzarne gli obiettivi.

6. Con l'approvazione da parte del Consiglio Ecofin il 15 febbraio 2011 delle proposte legislative in materia di riforma del Patto di Stabilità e Crescita; e con le decisioni del Consiglio Europeo straordinario dell'11 marzo sul Patto per l'Euro *plus* comincia a prendere forma in maniera organica la riforma complessiva della "governance" economica.

Tre gli aspetti essenziali che percorro sinteticamente qui di seguito.

7. Il primo è il Semestre Europeo: una procedura che mira a realizzare un migliore coordinamento *ex-ante* delle politiche di bilancio ed economiche dei Paesi membri. In base a questa procedura i Governi dei Paesi membri dell'Unione si impegnano a presentare entro aprile alla Commissione i propri Programmi di Stabilità e Convergenza (che definiscono le grandi linee della politica di bilancio), e i propri Piani Nazionali di Riforma (nei quali vengono identificate quelle misure di politica economica e di riforma strutturale che hanno come obiettivo il rilancio della crescita, della competitività e dell'occupazione). Questi documenti programmatici vengono esaminati dalla Commissione, che ne verifica la compatibilità con gli obiettivi comuni definiti a livello europeo; e successivamente, entro giugno, indirizza a ciascun Paese membro raccomandazioni specifiche. Solo in seguito i documenti di programmazione economico-finanziaria verranno sottoposti ai Parlamenti nazionali nel secondo semestre dell'anno.

8. Il secondo è la riforma del Patto di Stabilità e Crescita che si caratterizza per tre importanti novità. La prima è la previsione di maggiori automatismi nei meccanismi decisionali delle procedure per *deficit* eccessivi, e la previsione di sanzioni finanziarie più pesanti e che intervengono fin dalle fasi preliminari delle procedure per *deficit* eccessivi e per debiti eccessivi. Le sanzioni sono graduate, nel senso che, a seconda dello stadio di avanzamento della procedura, si può passare dal deposito con interessi, al deposito senza interessi, fino ad una vera e propria multa.

La seconda caratteristica della riforma del Patto è l'attenzione specifica al tema del debito pubblico. Finora il Patto aveva assunto come fattore critico l'andamento del deficit annuale, con la possibilità per la Commissione di aprire procedure per deficit eccessivi nei confronti di Paesi che avessero superato il limite del 3% su base annua per più di un anno. Nella presente congiuntura di crisi del

debito sovrano é emersa una convergenza diffusa sulla necessità di tenere sotto controllo anche il livello e la dinamica del debito pubblico. Da qui la previsione di procedure per debiti eccessivi per quei Paesi che hanno un debito strutturalmente al di sopra della soglia del 60% del PIL, con la possibilità di chiedere programmi di rientro nei parametri, che prevedono anche una riduzione quantificata su base annua del debito (in principio pari a un ventesimo all'anno della differenza fra la quota effettiva di debito e la quota pari al 60% del PIL a partire dall'anno 2005). Da segnalare che, nel raccomandare le riduzioni effettive dello *stock* di debito, la Commissione dovrà tenere conto dei cosiddetti altri fattori rilevanti, che concorrono a determinare complessivamente la stabilità finanziaria dei singoli Paesi (e che comprendono anche il livello di indebitamento del settore privato, oltre alle caratteristiche, scadenze e dinamiche del debito pubblico).

Infine è stata creata una nuova procedura di sorveglianza multilaterale sugli squilibri eccessivi, che dovrebbe consentire di tenere sotto controllo le dinamiche di evoluzione dei tassi di competitività dei sistemi Paese, con l'obiettivo di evitare che si riproducano nel futuro quelle situazioni di squilibri strutturali che sono state in parte, se non in tutto, alla base della crisi del debito sovrano di alcuni Paesi dell'Euro.

9. Ultimo elemento della riforma della *governance* economica (dal punto di vista politico forse l'aspetto più significativo) è la creazione, inizialmente prevista per il 2013 e successivamente anticipata al 2012, di un Meccanismo Permanente di Stabilizzazione, di fatto l'equivalente di un "fondo monetario europeo", che potrà assistere Paesi in difficoltà con varie forme di interventi: prestiti diretti a Paesi dell'area dell'Euro a rischio di *default*, acquisti sui mercati secondari di titoli del debito pubblico di Paesi ugualmente a rischio di *default*, linee di credito precauzionale e interventi di ricapitalizzazione di banche. Il volume di risorse di questo strumento è per il momento pari a 500 miliardi di Euro. L'ESM verrà capitalizzato in parte con quote di capitale versato direttamente da Paesi membri dell'Euro sulla base di una chiave di partizione che è la stessa della partecipazione al capitale della Banca Centrale, ma in più larga misura, con la possibilità di emettere obbligazioni sui mercati finanziari, coperte da garanzie nazionali. Gli interventi saranno decisi a maggioranza super-qualificata dal Consiglio di Amministrazione, e saranno in principio possibili solo nell'ipotesi in cui (punto su cui ha molto insistito il governo tedesco) il rischio paese possa diventare rischio sistemico per la zona dell'Euro. Come già per la EFSF, l'attivazione dell'assistenza finanziaria da parte dell'ESM, sarà sottoposta a rigorosi vincoli di condizionalità. Ed infine, a fronte degli interventi dell'ESM, potrà essere prevista una parziale partecipazione dei

creditori privati alla ristrutturazione del debito del Paese beneficiario, secondo formule da definire su base *ad hoc*.

10. La seconda parte dello scorso anno è caratterizzata dal persistere e per certi versi dall'aggravarsi della crisi in Grecia, ma soprattutto da ulteriori turbolenze e criticità sui mercati dei titoli del debito pubblico in particolare di due grandi Paesi dell'Euro: la Spagna e l'Italia. Gli interventi sistematici della BCE, con acquisti di titoli sovrani di Spagna e Italia sui mercati secondari, contribuiscono parzialmente a mantenere sotto controllo le tensioni sui mercati. Ma il rischio di contagio di Paesi delle dimensioni e del peso economico di Spagna e Italia fa aumentare le preoccupazioni sulla stabilità della zona euro, e la consapevolezza di dovere intervenire ulteriormente con misure di contenimento della crisi del debito sovrano.

11. Le vicende che riguardano l'Italia sono note. Su iniziativa del Presidente della Commissione e del Presidente del Consiglio Europeo, vengono concordate tra Unione europea e Governo italiano una serie di misure ed impegni destinati a rafforzare la disciplina di bilancio, ad anticipare al 2013 l'obiettivo del pareggio di bilancio, e una serie di misure di riforma strutturale destinate a promuovere crescita e competitività. Viene anche concordata una atipica procedura di monitoraggio sull'attuazione degli impegni assunti dal nostro Paese, che crea nei confronti dell'Italia una situazione del tutto nuova e speciale: siamo in effetti a partire dall'autunno scorso il primo Paese membro dell'Euro ad avere accettato di sottoporsi volontariamente ad una procedura di rigoroso monitoraggio da parte della Commissione, senza usufruire di un programma di assistenza, né da parte dell'EFSF, né tantomeno da parte del FMI.

12. Successivamente, al Vertice della Zona Euro del 26 ottobre 2011, viene deciso un nuovo programma di assistenza alla Grecia; e viene avviato un processo di rafforzamento della "governance" della zona Euro, che mira anche ad individuare nuove e più efficaci istanze decisionali per l'Eurogruppo. Contestualmente, nel novembre 2011, la Commissione presenta due ulteriori progetti di regolamento, sui quali nel frattempo il Consiglio Ecofin due settimane fa ha già definito un suo accordo, destinati a rafforzare ulteriormente la sorveglianza sulle politiche di bilancio dei Paesi membri dell'Euro. Sempre nel novembre 2011, la Commissione presenta per la prima volta una sua comunicazione sul tema degli *stability bonds* (per ora senza seguiti). E soprattutto, nello stesso periodo, la BCE decide una prima massiccia iniezione di liquidità, a tassi molto ridotti, destinata alle Banche europee, e quindi a tamponare una problematica carenza di

liquidità che rischiava di avere pesanti effetti sia sui mercati dei titoli sovrani che sull'accesso al credito di imprese e famiglie.

13. Il Consiglio Europeo del dicembre 2011 è un momento particolarmente importante. Viene concluso un accordo politico sulle modifiche del Trattato ESM (che riguarderanno in particolare le modalità di coinvolgimento del settore privato, le regole in materia di voto con la previsione di una maggioranza particolarmente qualificata al posto dell'unanimità, e gli strumenti di intervento dell'ESM). Ma la novità più importante è l'accordo "a 25" su un nuovo Patto di bilancio. Si tratta, in ordine di tempo, dell'ultima e più significativa evoluzione in materia di "governance" economica, fortemente voluta dalla Cancelliera tedesca, che avrebbe preferito procedere attraverso una revisione dei Trattati. La scelta alternativa di un Trattato internazionale, per quanto criticabile e sicuramente meno corretta dal punto di vista istituzionale, si è rivelata in quella occasione l'unica possibile, data l'opposizione del Regno Unito all'ipotesi di una revisione dei Trattati dell'Unione.

14. Il resto è storia recente. Negoziato rapidamente nel corso del mese di gennaio, finalizzato con accordo politico al Vertice straordinario del 30 gennaio, e successivamente firmato solennemente, il 1° marzo scorso, da 25 Stati membri (tutti ad esclusione di Regno Unito e Repubblica Ceca), il Trattato su "stabilità, coordinamento e 'governance' nell'Unione economica e monetaria" si caratterizza soprattutto per le disposizioni contenute al titolo III (così detto *Fiscal Compact*), che impegnano le parti contraenti ad introdurre la regola del bilancio in pareggio nelle proprie Costituzioni o in normativa equivalente.

15. La disposizione più importante è quella dell'articolo 3 che definisce la regola del pareggio di bilancio; ribadisce l'impegno delle parti contraenti a garantire la convergenza verso i rispettivi obiettivi di medio-termine (come definiti dal Patto di Stabilità e crescita riformato dal "six-pack") con un margine massimo di scostamento consentito per il deficit strutturale pari allo 0,5% del PIL; prevede deviazioni consentite rispetto a questo obiettivo solo in presenza di circostanze eccezionali (quali risultano dalla definizione contenuta nel "six-pack"); e prevede infine l'impegno a definire meccanismi automatici di correzione che entreranno in funzione nel caso di deviazioni significative rispetto agli obiettivi di medio termine. L'art. 3.2 prevede poi che la regola del pareggio di bilancio venga introdotta nell'ordinamento interno delle parti contraenti con disposizioni di natura costituzionale o equivalente.

16. Altre disposizioni confermano (art. 4) la regola relativa alla riduzione del debito pubblico, già prevista dal “six-pack”, in base alla quale le Parti Contraenti s’impegnano (in questo caso con accordo internazionale) a ridurre di un ventesimo su base annuale la parte di debito che eccede il 60% del PIL; estendono (art.7) l’applicazione della regola della maggioranza qualificata invertita da applicare in Consiglio per l’adozione delle proposte della Commissione in tutte le fasi della procedura di deficit eccessivo; e definiscono (art. 8) le competenze della Corte di Giustizia, che potrà pronunciarsi unicamente su ricorsi per mancata o non corretta trasposizione nell’ordinamento interno della regola del bilancio in pareggio. Infine, oltre alle disposizioni del titolo V relative alla “governance” dell’Eurogruppo, merita di segnalare la clausola di revisione e l’impegno ad incorporare le disposizioni più sostanziali di questo Trattato nel quadro dei Trattati dell’Unione (art.16); e soprattutto il collegamento stabilito (su richiesta della Germania) tra questo Trattato e il Trattato istitutivo dell’ESM, realizzato con una disposizione che prevede che potranno accedere all’assistenza dell’ESM, a partire dal 1° marzo 2013, solo quegli Stati membri che avranno ratificato il Trattato, e che successivamente avranno dato esecuzione alle sue disposizioni, in particolare per quanto riguarda la corretta trasposizione nel diritto interno della regola del *pareggio di bilancio*.

17. Con la firma del Trattato sul *fiscal compact* del 1° marzo scorso, si è concluso, entro i tempi previsti e senza eccessive difficoltà, il percorso avviato con le decisioni del Consiglio Europeo del 9 dicembre scorso. Con l’eccezione del Regno Unito, che si era dissociato nel dicembre scorso, e della Repubblica Ceca, che ha dichiarato, il 30 gennaio, di non essere pronta al momento ad aderire al Trattato, 25 Stati membri hanno accettato la proposta, che era originariamente della Cancelliera Merkel, ma che è stata sostenuta con convinzione dalla BCE, di trasformare impegni in materia di disciplina di bilancio, già sostanzialmente previsti nella legislazione ordinaria europea vigente, in un vero e proprio accordo internazionale, da sottoporre a ratifica dei Parlamenti nazionali.

18. Per correttezza va osservato che, malgrado le iniziali riserve, la richiesta della Cancelliera Merkel per un “upgrading” degli impegni in materia di disciplina di bilancio alla fine non ha incontrato resistenze eccessive. E l’idea di trasferire in un accordo internazionale principi e regole in materia di controllo dei bilanci nazionali, con disposizioni destinate a circoscrivere in maniera significativa la sovranità nazionale in materia di bilancio, è stata accettata da tutti (o più o meno tutti) come condizione necessaria per recuperare la fiducia dei mercati internazionali, e quindi creare le condizioni per una maggiore stabilità della zona Euro.

19. Restano gli interrogativi che molti si sono posti sulla correttezza, dal punto di vista economico, di una scelta (quella di insistere in maniera quasi ossessiva sulla disciplina di bilancio) che potrebbe avere effetti pesanti in particolare nel contesto di un ciclo economico già caratterizzato da fenomeni recessivi. Così come restano i dubbi sulla correttezza, sotto il profilo giuridico/istituzionale, della scelta di procedere con uno strumento (quello appunto del Trattato internazionale) che nella migliore delle ipotesi rischia di frammentare (ancor più di quanto già non sia attualmente) il quadro istituzionale dell'Unione europea. L'aver però concluso l'accordo sul fiscal compact (tranquillizzando sia Berlino che Francoforte) ha già in parte consentito all'Unione di ricalibrare la propria agenda sui temi della crescita e dell'occupazione e magari anche sul potenziamento degli strumenti di stabilizzazione finanziaria (EFSF, ESM).

20. La situazione sui mercati finanziari si presenta oggi come relativamente più tranquilla, grazie anche alla decisione della BCE di procedere nelle settimane scorse con una seconda massiccia iniezione di liquidità destinata alle Banche europee. Ma non si può considerare completamente stabilizzata. Restano ancora alcuni adempimenti da completare ed alcune questioni da risolvere.

A) Si dovranno assicurare processi solleciti di ratifica del Trattato sull'ESM, così da garantire l'entrata in vigore del Meccanismo Permanente entro il luglio del 2012; e garantire gli anticipi del versamento del capitale cosiddetto "callable", come previsto dalle intese adottate al più alto livello politico contestualmente alla decisione di anticipare l'entrata in vigore dell'ESM.

B) Si dovrà ugualmente cercare di garantire processi di ratifica nazionali agevoli e non controversi del Trattato sul fiscal compact, con l'obiettivo di evitare soprattutto l'eventuale mancata ratifica da parte di uno o più Paesi membri dell'Euro.

C) Si dovrà riprendere in esame la questione dei "firewalls" dell'adeguatezza cioè delle risorse dell'ESM, eventualmente tramite una combinazione/convivenza delle risorse residue dell'EFSF con quelle già decise dell'ESM.

D) Si dovrà, in una prospettiva di medio termine, affrontare la controversa questione degli Stability Bonds; questione che potrà auspicabilmente essere valutata in un clima più sereno e meno controverso una volta attuate le nuove regole in materia di disciplina di bilancio .



E) E soprattutto una volta chiusa la partita delle misure necessarie per assicurare il rafforzamento della disciplina di bilancio e processi virtuosi verso il consolidamento fiscale, si dovrebbe poter affrontare la questione di regole più vincolanti a livello europeo in materia di governo dell'economia che consentano di definire una vera e propria agenda europea per la crescita.

21. Vorrei a questo punto concludere con alcune considerazioni di carattere più generale. Non c'è dubbio che la crisi è stata ed è una crisi di rilievo sistemico. Non era stata prevista da chi aveva disegnato le regole di funzionamento dell'Euro; ed ha avuto, da un lato, il merito di farci toccare con mano quelle lacune di funzionamento della moneta comune, che molti avevano già analizzato facendo rilevare che l'Unione Monetaria era una costruzione squilibrata, e che - a fronte di regole molto precise e vincolanti sulla gestione della moneta comune - non corrispondevano regole né precise né vincolanti in materia di governo comune dell'economia. Malgrado l'assenza nel Trattato e nel diritto europeo derivato di strumenti e di disposizioni che consentissero di far fronte a questa crisi, l'aspetto positivo della gestione della crisi è che l'Unione è riuscita a dare prova di vitalità e determinazione, e anche di una certa creatività, adottando una risposta organica articolata e significativa. Sono state create regole che dovrebbero impedire il verificarsi nel futuro di situazioni di questo tipo, e sono stati creati due nuovi fondi, uno temporaneo e uno permanente, che mettono a disposizione strumenti finanziari di assistenza per Paesi a rischio di default. E' stata quindi una risposta importante, politicamente significativa, anche se forse non sempre percepita come tale. Una risposta che equivale nella sostanza ad una revisione del Trattato, se solo si riflette sulle implicazioni in termini di delega di sovranità nazionale della procedura del Semestre Europeo o delle nuove regole in materia di controllo dei bilanci pubblici.

22. Tutto questo è stato fatto senza troppo evidenziare la portata delle riforme sotto il profilo istituzionale, perché le condizioni politiche di contesto non consentivano di sottolineare troppo questo aspetto. La riforma è stata però decisa nella consapevolezza che c'era da difendere un bene comune: la stabilità dell'Euro. Certo va riconosciuto che si è trattato di un processo complesso e tormentato e comunque dominato da una incontrastata leadership tedesca. Il metodo di lavoro, di fatto una combinazione tra metodo intergovernativo e metodo comunitario, è stato criticato da molti, ma si è rivelato alla fine vincente. Ha però lasciato irrisolto il problema della legittimazione democratica di nuovi processi che hanno condotto a significative cessioni di sovranità nazionale; ed hanno riproposto in termini urgenti la questione di come conciliare efficienza ed efficacia dei processi decisionali europei con la necessaria legittimazione democratica. Su questo credo che si dovrà aprire con una certa urgenza una riflessione che ritengo tanto più necessaria se si vorrà

garantire nei confronti dell'Unione quel consenso e quel sostegno dei popoli europei che è garanzia irrinunciabile della sostenibilità del nostro progetto comune.

## **Le iniziative comunitarie nel settore dei servizi finanziari**

La crisi del debito pubblico è in parte legata alla crisi finanziaria cominciata nel 2007 ma, in parte, come abbiamo visto, ha anche proprie specifiche cause e può contribuire ad aggravare la posizione di un settore finanziario europeo che ancora presenta aspetti di fragilità.

In questo contesto, l'esigenza di completare il rafforzamento dell'**architettura europea dei controlli di vigilanza** e la **trasposizione nell'ordinamento comunitario delle nuove regole** concordate nei fora internazionali o emerse come specifiche esigenze dell'Unione e volte ad accrescere la fiducia nel sistema finanziario europeo, la sua solidità e l'orientamento all'economia reale sono apparsi obiettivi assolutamente prioritari per le Istituzioni Europee.

Con riferimento al primo aspetto (**architettura di vigilanza**), a gennaio 2011, a distanza di poco più di un anno dalla presentazione delle proposte di Regolamento da parte della Commissione, si insediano il nuovo Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (ESRB) le Autorità di vigilanza microprudenziali europee (EBA, ESMA e EIOPA). Questi nuovo organismi intendono, da un lato, attribuire il rilievo adeguato a quegli elementi macroprudenziali (espansione complessiva di credito nel sistema, interconnessioni, etc.) fin qui ingiustamente trascurati nell'azione di vigilanza; dall'altro, impedire che gli ordinamenti nazionali operino letture fortemente divergenti in settori cruciali (quali, ad esempio, quello della definizione degli elementi di capitale o della considerazione del rischio associato ai prodotti strutturati), accrescendo la circolazione delle informazioni e fornendo meccanismi per l'assunzione di decisioni coordinate.

In questa fase d'avvio della nuova architettura - coincisa, come dicevamo, con il perdurare della crisi – le “giovani” autorità sono state immediatamente chiamate a svolgere un ruolo determinante in processi delicati (si pensi, ad esempio, all'organizzazione degli stress test o al recente esercizio di ricapitalizzazione posto in essere dall'EBA); prova, se necessario, che esse vanno effettivamente a colmare un vuoto nell'organizzazione istituzionale comunitaria in questo settore.

Questo non significa che il loro operato si sia sempre mosso in un contesto consensuale; e a mio parere tale circostanza è riconducibile non solo alla delicatezza delle scelte assunte, per loro natura fonte di potenziali controversie, ma anche ad una più generale difficoltà di conciliarne la dimensione “politica” – inevitabile nonostante tali organismi siano pensati come prevalentemente “tecnici” - nell'ambito di procedure adeguate. Dei miglioramenti sono possibili e, in alcuni casi, sono già incorporati in recenti proposte legislative (CRDIV prevede che decisioni del genere di quelle assunte dall'EBA sulla ricapitalizzazione delle banche avvengano tramite atti delegati ex art. 290 TFUE).

Con riferimento al secondo aspetto (**le nuove regole**), dopo aver integrato nel corso del 2009 e 2010 la direttiva sui requisiti di capitale delle banche per tener conto, tra l'altro, di nuovi standard concernenti, ad esempio, le operazioni di cartolarizzazione e le remunerazioni dei manager, i co-legislatori comunitari stanno ora esaminando il pacchetto legislativo (un Regolamento e una Direttiva parte del cd. pacchetto CRDIV) attraverso il quale l'Unione tradurrà nel proprio

ordinamento gli Accordi di Basilea III; la Presidenza danese ha ancora recentemente confermato la volontà di chiudere il negoziato entro il proprio semestre, in modo da conseguire l'obiettivo condiviso delle Istituzioni europee di avere la legislazione in vigore a partire dal 1° gennaio 2013.

Analoghi ambiziosi obiettivi la Presidenza danese riserva alla revisione del Regolamento sulle Agenzie di *rating*, che dovrebbe tra l'altro contribuire a ridurre la cd. *overreliance* (iper-affidamento) di investitori e regolatori sui rating nel senso tracciato dai principi recentemente concordati in seno al *Financial Stability Board*.

L'impegno concordato al G20 di Pittsburgh concernente l'introduzione di obblighi di compensazione e di *reporting* per accrescere la sicurezza e la trasparenza del mercato dei derivati è stato tradotto nell'ordinamento comunitario dal Regolamento EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*), destinato a essere votato in plenaria il prossimo 29 marzo (accordo politico in prima lettura). Obiettivi simili di maggiore trasparenza nelle negoziazioni di strumenti finanziari sono perseguiti dal Regolamento sulle vendite allo scoperto (*Short Selling*), di prossima pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale, e dalla revisione della direttiva MIFID (*Markets in Financial Instruments*), che il Consiglio intende approvare entro la fine dell'anno.

Infine, mi pare importante citare l'impegno sul fronte comunitario rispetto a quel complesso di provvedimenti comunitari, particolarmente cari al Commissario Barnier, che esprimono la necessità di una costante attenzione alle ragioni della clientela *retail* e a quelle delle PMI nell'ambito della regolamentazione del settore dei servizi finanziari (la revisione della direttiva sul sistema di garanzia dei depositi e degli schemi di compensazione degli investitori, la nuova direttiva sui mutui, la recente raccomandazione sull'accesso ai conti di pagamento, da un lato, e le recenti proposte di Regolamento sui fondi di Venture Capitale e sui cd. *SME growth market* - mercati di capitali specificamente dedicati alle PMI).