

I POTERI QUASI-NORMATIVI DELLE AGENZIE EUROPEE: LE DECISIONI DELLA EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA)*

MARTA SIMONCINI**

Sommario

1. Introduzione. – 2. La dottrina Meroni e i poteri quasi-normativi delle agenzie europee. – 3. Il caso dell'ESMA. – 3.1. La vigilanza sulle vendite allo scoperto. – 3.2. L'adozione di orientamenti e raccomandazioni. – 3.3. La partecipazione all'attività normativa della Commissione. – 4. Verso un nuovo modello di governance?

Abstract

The establishment of the European supervisory authorities in the financial markets (ESAs) after the 2008 economic crisis significantly changed not only the supervision of banks, insurance companies and funds, but also the system of European administrative governance. Among the ESAs, the European Securities and Markets Authority (ESMA) is a sort of supranational regulator that exercises considerable supervisory powers in the financial markets. Quasi-regulatory powers particularly confer on the Authority a key role in sector-specific regulation. By analysing the case of ESMA, this article aims at investigating how quasi-regulatory powers have contributed to innovating the system of governance by EU agencies. In doing this, it also highlights the problems triggered by the development of a new model of legality in the absence of a general theory framing the exercise of administrative powers with regulatory impact.

Suggerimento di citazione

M. SIMONCINI, *I poteri quasi-normativi delle agenzie europee: le decisioni della European Securities and Markets Authority (ESMA)*, in *Osservatorio sulle fonti*, fasc. 3/2020. Disponibile in: <http://www.osservatoriosullefonti.it>

** Ricercatrice in diritto amministrativo presso l'Università Luiss "Guido Carli".
Contatto: msimoncini@luiss.it

1. Introduzione

Per far fronte alla crisi economica originatasi a partire nel 2008, l'ordinamento dell'Unione europea (UE) ha introdotto significative riforme istituzionali atte a stabilizzare il funzionamento dell'Unione economica e monetaria. Tra queste, l'istituzione delle Autorità di vigilanza micro-prudenziale sui mercati finanziari si è dimostrata particolarmente rilevante per il cambiamento che ha generato non soltanto sull'attività di controllo di banche, compagnie di assicurazione e fondi, ma anche sul funzionamento della struttura amministrativa dell'UE. Si tratta, infatti, di tre enti operanti nei settori bancario, assicurativo/pensionistico e finanziario, che si qualificano come soggetti sovranazionali sostanzialmente riconducibili al modello delle agenzie europee cd. di regolazione e che hanno contribuito ad assicurare una maggiore credibilità del sistema della regolazione micro-prudenziale: l'Autorità bancaria europea (European Banking Authority - EBA), l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni (European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA) e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority - ESMA)¹.

Nel rafforzare la vigilanza micro-prudenziale sui mercati finanziari attraverso una maggiore centralizzazione dell'attività di controllo², alle Autorità di vigilanza sono state attribuite responsabilità senza precedenti, che hanno contribuito ad innalzare la specializzazione e la competenza tecnica nella regolamentazione finanziaria³. Infatti, le Autorità di vigilanza come le agenzie di regolazione contribuiscono all'attuazione delle politiche dell'UE e alla cooperazione tra l'UE e le autorità nazionali senza esercitare veri e propri poteri di regolazione di settore⁴. Tuttavia, sono stati conferiti loro poteri quasi-normativi

¹ Regolamento 1093/2010/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione, come emendato dal successivo regolamento 1022/2013/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2013, per quanto riguarda l'attribuzione di compiti specifici alla Banca centrale europea ai sensi del regolamento del Consiglio (UE) n. 1024/2013 (istitutivo dell'Unione bancaria); Regolamento 1094/2010/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/79/CE della Commissione; Regolamento 1095/2010/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione.

² Si veda J. PELKMANS, *Subsidiarity between law and economics*, in *Bruges Research Papers in Law* 1/2005.

³ Sul punto si veda M. SIMONCINI, *Legal Boundaries of European Supervisory Authorities in the Financial Markets: Tensions in the Development of True Regulatory Agencies*, in *Yearbook of European Law*, 2015, vol. 34, p. 319 et seq.

⁴ Si veda Comunicazione della Commissione (2002) 718 dell'11 dicembre 2002, Inquadramento delle agenzie europee di regolazione, p. 4, secondo la quale le agenzie di regolazione "sono incaricate

che dimostrano una considerevole capacità di plasmare la regolazione di settore, al di là di quanto possa fare ogni altra agenzia europea. Tali poteri operano in un contesto diverso da quanto avviene nei sistemi amministrativi nazionali, dal momento che i limiti posti dal diritto dell'UE all'attività delle agenzie europee di regolazione non consentono di individuare obblighi giuridici fondati sulla coppia norma-sanzione, ma sfruttano invece l'instaurazione di sistemi di interazione tra amministrazioni di diversi livelli di governo e operatori di settore che creano complessi modelli di governance amministrativa.

Questo saggio si propone di esaminare i poteri quasi-normativi che sono stati attribuiti a tali Autorità ed in particolare all'ESMA per lo svolgimento della funzione di vigilanza sui mercati finanziari, con l'obiettivo di mettere in evidenza come questi poteri contribuiscano ad innovare significativamente il modello delle agenzie europee di regolazione e con esse il funzionamento della governance amministrativa europea. Sebbene tali poteri quasi-normativi siano comuni a tutte le Autorità, l'ESMA rappresenta un caso paradigmatico, dal momento che la Corte di giustizia si è pronunciata sulla compatibilità di suoi poteri in materia di vendite allo scoperto⁵. Inoltre, a differenza delle altre Autorità, l'ESMA gode anche di significativi poteri di vigilanza diretta sulle agenzie di rating e sui repertori di dati sulle negoziazioni⁶. Si tratta, quindi, dell'Autorità che maggiormente si avvicina ad un vero e proprio regolatore sovranazionale di settore.

Nella sostanza tali Autorità hanno sostituito il precedente sistema di vigilanza europea fondato sulla cooperazione tra regolatori nazionali⁷, che mirava a supportare l'attività della Commissione attraverso pareri non vincolanti su questioni tecniche, ma non consentiva di impegnare effettivamente i regolatori nazionali nel rafforzamento delle prassi di vigilanza⁸. Rendendo la loro attività più autonoma dai regolatori nazionali e dalla Commissione⁹, le Autorità di

di partecipare attivamente all'esercizio della funzione esecutiva mediante atti che contribuiscono alla regolamentazione di un dato settore".

⁵ C-270/12 *UK v Council of European Union and European Parliament* ECLI:EU:C:2014:18.

⁶ Regolamento 513/2011/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 maggio 2011, recante modifica del regolamento 1060/2009/UE relativo alle agenzie di rating al credito; art. 55 et seq, Regolamento 648/2012/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni.

⁷ Comitato di saggi sulla regolazione dei mercati finanziari europei presieduto da Alexandre Lamfalussy, Report (Bruxelles, 15 febbraio 2001). Si veda P. WEISEMANN, *European Agencies and Risk Governance in EU Financial Market Law*, London, Routledge, 2016, pp. 86-93 e p. 95.

⁸ Si veda N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3 edn, Oxford, Oxford University Press, 2014, pp. 875-878 e pp. 955-956.

⁹ S. LAVRIJSEN e A. OTTOW, *Independent Supervisory Authorities: A Fragile Concept*, in *Legal Issues of Economic Integration*, 2012, vol 39, p. 419 et seq, pp. 438-440; S. LAVRIJSEN e L. HANCHER, *Networks on Track: From European Regulatory Networks to European Regulatory "Network Agencies"*, in *Legal Issues of European Integration*, 2009, vol. 36, p. 23 et seq., pp. 53-54.

vigilanza hanno potuto potenziare l'uniformità e la coerenza delle prassi di vigilanza. La congiuntura politico-economica ha, favorito e supportato la creazione di uno specifico modello di autorità di vigilanza distinto dalle altre agenzie europee¹⁰, consentendo di dotarlo di specifici poteri quasi-normativi che conferiscono loro un peso specifico nella regolamentazione dei settori di riferimento. Il ruolo preminente delle Autorità appare confermato anche dalla recente revisione dei loro regolamenti istitutivi¹¹, che ne ha nella sostanza confermato e rafforzato tali poteri quasi-normativi, dimostrando quanto siano diventate attori insostituibili nel sistema della regolamentazione micro-prudenziale nei mercati finanziari.

Nell'analizzare la portata innovativa dei poteri quasi-normativi dell'ESMA, il saggio inquadra preliminarmente i limiti costituzionali che incontra il diritto dell'Unione europea nell'attribuire poteri normativi ad enti che abbiano la struttura istituzionale propria delle agenzie europee (par. 2). Sulla base di tale presupposto, vengono quindi analizzate tre diverse funzioni dell'ESMA ad impatto quasi-normativo (par. 3): i poteri di vigilanza sulle vendite allo scoperto, l'adozione di orientamenti e raccomandazioni giuridicamente non vincolanti e la partecipazione all'attività normativa di natura amministrativa della Commissione europea. Attraverso l'analisi di tali diverse funzioni, si giungerà a declinare le specificità del modello di governance amministrativa sviluppato dall'ESMA, mettendo in evidenza come la crisi economica abbia contribuito a modificare almeno parzialmente il modello di legalità amministrativa e la giustificazione dei poteri amministrativi (par. 4).

2. La dottrina Meroni e i poteri quasi-normativi delle agenzie europee

Nel diritto dell'Unione europea, l'attribuzione di poteri normativi alle agenzie europee trova un limite costituzionale di origine giurisprudenziale nella cd. dottrina Meroni. Nel caso *Meroni c. Alta Autorità*¹², infatti, la Corte di giustizia

¹⁰ Si vedano E. CHITI, *European Agencies' Rulemaking: Powers, Procedures and Assessment*, in *European Law Journal*, 2013, vol. 19, p. 93 et seq., p. 94; C. FRANCHINI, *Le fasi e i caratteri del processo evolutivo dell'organizzazione amministrativa europea*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 2017, vol. 27, p. 375 et seq., p. 383.

¹¹ Regolamento 2019/2175/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 dicembre 2019, che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), il regolamento (UE) n. 1094/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), il regolamento (UE) n. 1095/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), il regolamento (UE) n. 600/2014, sui mercati degli strumenti finanziari, il regolamento (UE) 2016/1011, sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento, e il regolamento (UE) 2015/847, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi.

¹² 9/56 e 10/56 *Meroni & Co., Industrie metallurgiche, SAS c Alta Autorità della Comunità europea del carbone e dell'acciaio* ECLI:EU:C:1958:7.

ha fissato i principi e le condizioni che rendono la delega di poteri alle agenzie europee compatibile con l'ordinamento europeo.

La dottrina Meroni rappresenta uno sviluppo specifico del più generale principio dell'equilibrio istituzionale, ovvero della teoria secondo cui gli organi costituzionali non possono delegare poteri costituzionalmente garantiti ad altri soggetti, abdicando quindi alla loro funzione pubblica. Si tratta di garantire il bilanciamento tra poteri pubblici nell'ambito del sistema dell'ordinamento europeo: in assenza di un principio di separazione dei poteri – come esiste invece nei singoli stati membri – il principio dell'equilibrio istituzionale ha consentito di preservare i poteri che le singole istituzioni europee detengono sulla base del principio di attribuzione stabilito all'art. 5 del Trattato sull'Unione europea (TUE). L'equilibrio istituzionale riguarda quindi tutte le istituzioni europee ed assicura che nessuna istituzione possa interferire nell'esercizio dei poteri da parte delle altre istituzioni. Questo non significa che non sia possibile delegare alcuni poteri, ma piuttosto che esistono precisi limiti alla capacità di delegarli.

La dottrina Meroni ha, in particolare, arginato la capacità delle agenzie europee di esercitare poteri di natura normativa, limitando la delega a poteri di attuazione che escludessero l'attribuzione di poteri normativi a soggetti privi di legittimazione democratica e di un solido fondamento giuridico nei Trattati. In particolare, il caso *Meroni* ha sanzionato l'attribuzione da parte dell'Alta Autorità a due agenzie di diritto belga (le cd. agenzie di Bruxelles) della responsabilità del funzionamento del meccanismo finanziario per il regolare rifornimento di rottame nel mercato comune nell'ambito della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio (CECA). La ragione dell'illegittimità della delega risiedeva nel fatto che si trattasse di poteri discrezionali talmente ampi e privi di adeguati meccanismi di controllo da comportare l'abdicazione sostanziale dell'Alta Autorità al compito di assicurare il raggiungimento degli obiettivi fissati dal Trattato di cui era investita dall'art. 8 del Trattato CECA. In altre parole, la delega comportava una fuoriuscita di poteri rispetto alle responsabilità dell'Alta Autorità nell'ambito del Trattato CECA. Nel sanzionare l'illegittimità di quella delega, la Corte di giustizia ha stabilito una serie di condizioni alle quali la delega potesse considerarsi legittima che restano tuttora valide.

In primo luogo, la delega di poteri deve essere esplicita¹³ e compatibile con il principio di attribuzione delle competenze, ovvero l'autorità delegante non può delegare più poteri di quanti ne detenga. A questo proposito, come ha

¹³ In questo senso si vedano anche i casi C-154-155/04, *Alliance for Natural Health*, in Racc., 2005, I-6451, punto 90; C-301/02 P, *Tralli c. Banca centrale europea*, in Racc., 2005, I-4071, punti 42-52; T-311/06, *FMC Chemical SPRL c. Autorità europea per la sicurezza alimentare (EFSA)*, in Racc., 2008, II-88, punto 66.

efficacemente osservato Tridimas¹⁴, la Corte ha enfatizzato il requisito della necessità della delega per il perseguimento dei compiti dell'autorità delegante¹⁵, ovvero la sua conformità al principio di proporzionalità. Inoltre, l'esercizio dei poteri da parte del delegato deve svolgersi secondo le stesse condizioni procedurali a cui sarebbe stata sottoposta l'autorità delegante, ovvero l'obbligo di motivazione delle decisioni e di riferirsi ai pareri obbligatori raccolti, la pubblicazione della relazione annuale sulle attività svolte, nonché il controllo giurisdizionale¹⁶. Occorre a tale scopo ricordare che come rilevato dall'Avvocato Generale Roemer nelle sue Conclusioni sul caso *Meroni*, gli atti delle agenzie di Bruxelles non erano impugnabili davanti alla Corte di giustizia, sfuggendo così ad un essenziale meccanismo di *accountability*¹⁷.

Infine, al nodo della questione si pone il problema che la delega di poteri non debba comportare il trasferimento di responsabilità -e, dunque, di ampi poteri discrezionali- dal delegante al delegato se ciò non sia previsto nel Trattato. A tale proposito, la Corte ha distinto le conseguenze della delega di poteri a seconda che abbia ad oggetto "poteri d'esecuzione nettamente circoscritti ed il cui esercizio può per ciò stesso venir rigorosamente controllato in base a criteri obiettivi stabiliti dall'autorità delegante" ovvero "un potere discrezionale che comporti una ampia libertà di valutazione ed atto ad esprimere, con l'uso che ne viene fatto, una politica economica vera e propria": "nella prima ipotesi la delega non può notevolmente modificare le conseguenze derivanti dall'esercizio dei poteri che essa attribuisce mentre nella seconda ipotesi la delega, col sostituire gli apprezzamenti dell'autorità delegata a quelli dell'autorità delegante, determina un vero spostamento di responsabilità"¹⁸. A mio avviso, la Corte ha così puntato a distinguere le responsabilità di attuazione amministrativa dal potere di natura politica di stabilire priorità e gerarchie di interessi nella regolazione, con l'intenzione di ancorare i poteri amministrativi al principio di legalità¹⁹. Tuttavia, l'interpretazione consolidata della dottrina *Meroni* ha piuttosto messo in evidenza l'incapacità delle agenzie europee di contribuire alla normazione di settore.

Il contenuto della dottrina *Meroni* è stato, infatti, ulteriormente sviluppato nella sentenza *Romano* della Corte di Giustizia, che ha escluso la possibilità

¹⁴ T. Tridimas, *Financial Supervision and agency power: reflections on ESMA*, in N. Nic Shuibhne e L. W. Gormley (a cura di), *From Single Market to Economic Union: Essays in Memory of John A. Usher*, Oxford, Oxford University Press, 2012, p. 55 et seq, p. 60.

¹⁵ 9/56 *Meroni c Alta Autorità*, p. 40.

¹⁶ 9/56 *Meroni c Alta Autorità*, p. 37.

¹⁷ Conclusioni dell'Avvocato generale Roemer nelle cause 9/56 e 10/56 *Meroni c Alta Autorità*, pp. 107-108.

¹⁸ 9/56 *Meroni c Alta Autorità*, pp. 40-41.

¹⁹ M. SIMONCINI, *Administrative Integration beyond the Non-Delegation Doctrine*, Oxford: Hart Publishing, 2018, 27, 29-31.

che un organo amministrativo non riconosciuto nell'allora Trattato che istituisce la Comunità europea (CEE) potesse emettere atti aventi carattere normativo, consentendo che potesse adottare, quindi, soltanto raccomandazioni non vincolanti²⁰. Ciò significa che a tutela dell'assetto costituzionale dei Trattati e della controllabilità delle funzioni dei pubblici poteri, le agenzie europee in quanto amministrazioni non istituite e regolamentate nei Trattati non possono essere titolari di poteri di regolazione. Sulla base di questa giurisprudenza, le agenzie europee non hanno sostanzialmente potuto svolgere attività di normativa di natura amministrativa, come avviene invece nel caso delle autorità nazionali.

Nella giurisprudenza della Corte di giustizia, le agenzie europee si configurano, quindi, come amministrazioni capaci di attività esecutiva, che si può concretizzare nell'attuazione di compiti puntualmente circoscritti o nella raccomandazione giuridicamente non vincolante. Come hanno efficacemente messo in evidenza Griller ed Orator, i poteri delle agenzie europee si differenziano in attività di informazione, cooperazione e consulenza, coprono in alcuni casi specifiche competenze decisionali per singoli casi, ma non dispongono di poteri normativi generali come le amministrazioni nazionali²¹. Tuttavia, ciò non ha impedito lo sviluppo di poteri quasi-normativi o fattualmente normativi attraverso cui le agenzie europee partecipano alla regolamentazione di settori particolarmente tecnici, sebbene lo facciano attraverso strumenti necessariamente diversi dagli atti normativi e vincolanti²². La crescita delle funzioni amministrative ad alto grado di specializzazione e complessità tecnica nell'Unione europea, infatti, hanno comportato un maggior coinvolgimento delle agenzie europee nell'attuazione delle funzioni tecnico-amministrative, anche a carattere normativo. Questo ha fatto sì che le loro raccomandazioni, orientamenti o linee guida in qualche modo siano diventate ineludibili da parte delle autorità competenti. Si è così verificata una certa "erosione"²³ sostanziale della dottrina Meroni, determinata dalla crescita del ruolo delle agenzie europee nella pratica della regolamentazione del mercato unico.

Ad oggi, le Autorità europee di vigilanza nei mercati finanziari rappresentano il caso più rilevante di partecipazione alla funzione normativa, dal momento che rispetto alle altre agenzie europee dispongono dei maggiori poteri ad impatto normativo. Non è un caso che la Corte di giustizia abbia riconosciuto il potere dell'ESMA di intervenire sul funzionamento del mercato in

²⁰ C-98/80 *Romano* ECLI:EU:C:1981:104.

²¹ S. GRILLER e A. ORATOR, *Everything under control? The "way forward" for European agencies in the footsteps of the Meroni doctrine*, in *European Law Review*, 2010, vol. 35, p. 3 et seq., pp. 13-14.

²² M. SIMONCINI, *Administrative Integration beyond the Non-Delegation Doctrine*, cit., p. 59.

²³ M. SIMONCINI, *The Erosion of the Meroni Doctrine: The Case of the European Aviation Safety Agency*, in *European Public Law*, 2015, p. 309 et seq.

caso di rischio per il corretto funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o la stabilità generale o parziale del sistema finanziario dell'Unione proprio in un caso riguardante la vendita allo scoperto di titoli di credito. Nella sentenza *Regno Unito c. Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea*, la Corte ha ammesso circoscritte forme di regolamentazione amministrativa, in ragione della più recente introduzione ad opera del Trattato di Lisbona di garanzie e strumenti di tutela atti ad assicurare il controllo sulle responsabilità amministrative che richiedessero l'esercizio di un certo margine di discrezionalità²⁴.

Su tali basi, la Corte di giustizia ha individuato i criteri che rendono l'attività dell'ESMA compatibile con il sistema dei Trattati. In particolare, il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) ha conferito un nuovo status alle agenzie europee, riconoscendole tra gli attori amministrativi dell'Unione e garantendo la tutela giurisdizionale contro i loro atti. Più precisamente, la Corte ha distinto l'ESMA dalle agenzie di Bruxelles del caso *Meroni* in virtù del fatto che si trattasse di "un ente dell'Unione creato dal legislatore di quest'ultima" e non di "enti di diritto privato"²⁵. Inoltre, i poteri esercitati dall'ESMA sono stati ritenuti compatibili con il sistema dei Trattati e il principio dell'equilibrio istituzionale, in virtù del fatto che devono essere esercitati soltanto nell'ambito di un preciso quadro normativo che ne circoscrive le condizioni di esercizio per l'adozione di decisioni tecnicamente fondate, anche complesse²⁶. In tal modo, la Corte ha individuato un nuovo spazio di discrezionalità, in cui l'ESMA può legittimamente agire senza rischiare di sconfinare nell'adozione di scelte di natura politica riservate al legislatore.

La Corte ha così riconosciuto negli articoli 263 e 277 TFUE in materia di ricorsi giurisdizionali anche avverso gli atti generali delle agenzie europee l'esistenza di adeguati strumenti di tutela e di controllo sulla discrezionalità che costituiscono una sufficiente base giuridica per ammettere la compatibilità della delega di poteri all'ESMA²⁷. Nell'aggiornare la dottrina *Meroni* alla luce del diverso quadro giuridico-istituzionale, pare pertanto che la Corte di giustizia abbia decretato il superamento in via positiva del principio espresso nel caso *Romano*, mentre ha riconfermato i criteri posti nel caso *Meroni*, che trovano, tuttavia, una nuova dimensione alla luce del mutato quadro normativo di riferimento²⁸.

²⁴ C-270/12 *Regno Unito c. Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea*, punti 27-68.

²⁵ Ivi, punto 43.

²⁶ Ivi, punti 44-53.

²⁷ Ivi, punto 65.

²⁸ M. SIMONCINI, *Administrative Integration beyond the Non-Delegation Doctrine*, cit., p. 33.

Queste innovazioni mostrano un sostanziale ingentilimento della dottrina Meroni²⁹, reso possibile dall'individuazione dell'esistenza di garanzie nella delega di poteri che implicino un certo margine di discrezionalità. La definizione di indirizzi generali entro cui è possibile esercitare la delega e puntuali criteri che ne guidino l'esercizio è, dunque, condizione preliminare e necessaria per evitare che l'attività amministrativa alteri indebitamente il sistema dei poteri conferiti ai sensi dell'art. 5 TUE.

3. Il caso dell'ESMA

Entro i limiti sanciti dalla dottrina Meroni, l'ESMA vanta significativi poteri amministrativi di natura fattualmente, ma non giuridicamente normativa. Tre sono le aree principali in cui tali poteri quasi-normativi si esprimono: la vigilanza sulle vendite allo scoperto, l'adozione di raccomandazioni e orientamenti e la partecipazione all'attività normativa non-legislativa della Commissione in materia di norme tecniche di regolamentazione e attuazione. La recente riforma delle Autorità di vigilanza nei mercati finanziari con il Regolamento 2019/2175/UE ha potenziato tali poteri, rendendo l'ESMA un attore sempre più rilevante nella regolazione degli strumenti finanziari e dei mercati. I sottoparagrafi seguenti sono dedicati all'analisi di queste attività e della loro portata quasi-normativa. Tuttavia, si può preliminarmente osservare che le decisioni dell'ESMA in materia di vendite allo scoperto consentono di controllare le transazioni sul mercato definendo le condizioni per il funzionamento del mercato, mentre l'adozione di orientamenti e raccomandazioni e la partecipazione all'attività normativa non-legislativa della Commissione rendono l'ESMA capace di plasmare la regolazione di settore.

3.1. La vigilanza sulle vendite allo scoperto

Come si evince dalla sentenza *Regno Unito c. Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea*, l'attività di vigilanza diretta dell'ESMA sulle vendite allo scoperto può generare un impatto regolatorio sul mercato di riferimento. L'ESMA può, infatti, proibire o limitare temporaneamente talune attività finanziarie che creano un rischio per il corretto funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o la stabilità generale o parziale del sistema finanziario dell'Unione, nonché in caso di necessità dovuta a situazioni di emergenza³⁰. A questo proposito, la Corte ha osservato che sulla base dell'art. 28 del

²⁹ J. PELKMANS e M. SIMONCINI, *Mellowing Meroni: How ESMA can help build the single market*, in *Regulatory Policy, CEPS Commentaries*, 2014, pp. 1-6.

³⁰ Art. 9 (5), Regolamento 1095/2010/UE.

Regolamento 236/2012³¹ attuativo dell'art. 9 (5) del Regolamento istitutivo dell'ESMA, l'Autorità potesse adottare atti di portata generale che “possono contenere anche norme che si indirizzano a ogni persona fisica o giuridica che detenga un determinato strumento finanziario oppure una data categoria di strumenti finanziari o che effettui talune operazioni finanziarie³²”.

Questo potere di intervenire in circostanze non ordinarie alternativamente attraverso un atto generale con una durata temporale limitata o con decisioni individuali per specifiche attività e soggetti rappresenta un peculiare potere quasi-normativo di cui soltanto l'ESMA dispone. Infatti, sebbene si tratti di un potere di vigilanza, il suo esercizio è in grado di creare una barriera nell'accesso al mercato che ne definisce le condizioni per garantirne la sicurezza. Si tratta, quindi, di una regolamentazione fondata sull'analisi del rischio o di una situazione di emergenza mirata a ristabilire il corretto funzionamento del mercato.

La riforma del 2019 ha esteso l'oggetto di questo potere dell'ESMA, includendovi “la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di taluni prodotti, strumenti o attività finanziari che sono potenzialmente in grado di provocare significativi danni finanziari ai clienti o consumatori³³”. Il riconoscimento della tutela dei consumatori nella vigilanza sulle condizioni di accesso al mercato amplia i poteri dell'ESMA. Nel recepire la più recente interpretazione della Corte di Giustizia della dottrina Meroni, il legislatore europeo ha così inteso estendere il margine di discrezionalità legittimamente esercitabile dall'Autorità. L'interesse dei consumatori, infatti, diventa comprimario rispetto a quello dell'integrità e della stabilità dei mercati finanziari nell'esercizio della funzione di vigilanza e conferisce all'ESMA il potere di innalzare temporaneamente e per specifici rischi le barriere per l'accesso al mercato. L'ESMA si appresta, quindi, a diventare il regolatore di settore capace di regolamentare autonomamente le condizioni di accesso al mercato, seppur sulla base dell'esistenza di specifiche condizioni di fatto e di diritto che ne governano l'esercizio del potere.

3.2. L'adozione di orientamenti e raccomandazioni

L'ESMA esercita ulteriori poteri quasi-normativi attraverso l'adozione di orientamenti e raccomandazioni, generalmente noti come atti di soft law, che mirano a creare “prassi di vigilanza uniformi, efficienti ed efficaci³⁴”. Tali atti “non fanno semplicemente riferimento a elementi degli atti legislativi né li

³¹ Regolamento 236/2012/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 marzo 2012, relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente.

³² C-270/12 *Regno Unito c Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea*, punto 64.

³³ Art. 9 (5), Regolamento 1095/2010/UE, come modificato dal Regolamento 2019/2175/UE.

³⁴ Art. 16 (1), Regolamento 1095/2010/UE, come modificato dal Regolamento 2019/2175/UE.

riproducono³⁵”, ma devono piuttosto tradurre le norme giuridiche esistenti in efficaci regole di condotta indirizzate alle autorità nazionali competenti e, in alcuni casi, agli operatori di settore. In linea con la sentenza *Romano*, si tratta di regole di condotta giuridicamente non vincolanti, ma la cui osservanza rappresenta una presunzione di conformità con la legislazione rilevante³⁶.

Si può, pertanto, ritenere che orientamenti e raccomandazioni riescano a produrre i propri effetti giuridici indirettamente, attraverso meccanismi formali e informali di attuazione. In particolare, laddove gli interessati riescano difficilmente a deviare dal loro contenuto tecnico, le regole di condotta possono diventare incidentalmente vincolanti³⁷. Inoltre, l'imposizione di oneri procedurali può agire da stimolo alla conformazione dei comportamenti alla soft law. Nel caso dell'ESMA e delle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari, è l'introduzione di obblighi giuridici e incentivi reputazionali a spingere i destinatari della soft law a conformarvisi.

Più precisamente, attraverso il meccanismo cd. “comply or explain” i destinatari di orientamenti e raccomandazioni sono tenuti alternativamente ad adottarli o a spiegare all'ESMA le ragioni della loro mancata attuazione. In questo modo, si crea un doppio vincolo: l'uno giuridico, relativo all'obbligo di motivazione della mancata attuazione; l'altro reputazionale, legato al fatto che i destinatari riluttanti all'attuazione della soft law possano essere isolati come ribelli, attraverso la pubblicazione del loro dissenso e soltanto occasionalmente dei motivi dello stesso³⁸. In assenza di una strutturazione giuridica vincolante del rapporto tra l'ESMA e i destinatari della soft law³⁹, si innesta un meccanismo di fiducia reciproca che ne guida ed alimenta le relazioni.

Dal momento che la ricerca di conformità agli orientamenti e alle raccomandazioni è una condizione necessaria per assicurare la convergenza delle prassi di vigilanza nei mercati finanziari, il dissenso deve essere sostanzialmente limitato. La combinazione di obblighi giuridici e incentivi reputazionali rende l'attività para-normativa dell'ESMA particolarmente efficace. Tuttavia, laddove questa non dovesse rivelarsi efficace, il legislatore europeo può

³⁵ Art. 16 (2 bis), Regolamento 1095/2010/UE, come modificato dal Regolamento 2019/2175/UE.

³⁶ Sulla nozione di soft law si veda F. SNYDER, *The Effectiveness of European Community Law: Institutions, Processes, Tools and Techniques*, in *The Modern Law Review*, 1993, vol. 19, p. 32 et seq.; F. SNYDER, *Soft Law and Institutional Practice in the European Community*, in S. MARTIN (a cura di), *The Construction of Europe: Essays in honour of Emile Noël*, Alphen aan den Rijn: Kluwer, 1994, p. 197 et seq., pp. 197-198; L. SENDEN, *Soft Law in European Community Law*, Oxford, Hart Publishing, 2004, p. 112.

³⁷ See L. SENDEN, *ivi*, pp. 248-258.

³⁸ Si veda M. SIMONCINI, *Administrative Integration beyond the Non-Delegation Doctrine*, *cit.*, pp. 72-73.

³⁹ Si veda E. CHITI, *In the Aftermath of the Crisis – The EU Administrative System Between Impediments and Momentum*, in *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 2015, vol. 17, p. 311 et seq., pp. 325-326.

opportunamente trasformare la soft law in norme giuridicamente vincolanti⁴⁰, così da sanzionare giuridicamente il dissenso.

La riforma del 2019 ha parzialmente attenuato il ruolo dell'ESMA nell'incentivare tale trasformazione. Infatti, nella relazione annuale al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Commissione, alla Corte dei Conti e al Comitato economico e sociale, l'ESMA non è più tenuta ad indicare le autorità che non abbiano ottemperato ai propri orientamenti e raccomandazioni e ad illustrare come assicurarne l'adempimento⁴¹, ma deve esclusivamente informare il Parlamento europeo, il Consiglio e la Commissione degli orientamenti e delle raccomandazioni emessi⁴². Resta quindi rimessa al legislatore europeo la comprensione della necessità di rafforzare o meno la convergenza delle prassi di vigilanza.

Diversamente, la proposta di riforma adottata dalla Commissione nel 2017 prevedeva che la relazione annuale illustrasse le ragioni dell'adozione della soft law, sintetizzando anche i risultati delle consultazioni pubbliche sulla sua adozione⁴³. La riforma del 2019, invece, impone quale unico vincolo all'adozione di nuovi orientamenti o raccomandazioni, il riesame di quelli esistenti, al fine di evitare duplicazioni⁴⁴.

3.3. La partecipazione all'attività normativa della Commissione

L'ESMA assiste la Commissione europea nella redazione delle norme tecniche contenute in atti delegati di regolamentazione *ex art.* 290 TFUE e in atti di

⁴⁰ R. VAN GESTEL e T. VAN GOLEN, *Enforcement by the New European Supervisory Agencies: Quis Custodiet Ipsos Custodes?*, in K. PURNHAGEN e O. ROTT (a cura di), *Varieties of European Economic Law and Regulation. Liber Amicorum for Hans Micklitz*, Berlin: Springer, 2014, p. 757 et seq., pp. 766-767.

⁴¹ Art. 16 (4) Regolamento 1095/2010/UE.

⁴² Art. 16 (4) Regolamento 1095/2010/UE come modificato dal Regolamento 2019/2175/UE.

⁴³ Art. 3 (7) c della Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio, COM (2017) 536 della Commissione del 20 settembre 2017, che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), il regolamento (UE) n. 1094/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), il regolamento (UE) n. 1095/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), il regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital, il regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale, il regolamento (UE) n. 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari, il regolamento (UE) 2015/760 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, il regolamento (UE) 2016/1011 sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento e il regolamento (UE) 2017/1129 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato

⁴⁴ Art. 16 (2 bis), Regolamento 1095/2010/UE, come modificato dal Regolamento 2019/2175/UE.

attuazione ex art. 291 TFUE⁴⁵. Si tratta di norme attraverso le quali la Commissione mira a costituire un sistema uniforme di regole prudenziali finalizzate all'armonizzazione dei mercati finanziari europei. Per far questo, tuttavia, a differenza di quanto previsto generalmente da tali norme del TFUE, la Commissione è tenuta ad avvalersi del contributo determinate delle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari. In particolare, la Commissione è tenuta a cooperare con l'ESMA per poter adottare tali norme tecniche. Come è stato sottolineato da Busuioc, si tratta di un procedimento eccezionale rispetto a quelli previsti nel Trattato⁴⁶. Per rendere questo procedimento compatibile con il principio dell'equilibrio istituzionale come declinato nella dottrina Meroni, le norme tecniche non devono implicare l'adozione di decisioni strategiche o scelte politiche e trovano, quindi, esclusiva giustificazione nella competenza tecnica dell'ESMA.

L'Autorità di vigilanza, infatti, ha il potere di iniziativa del procedimento e soltanto in casi eccezionali la Commissione può procedere senza che l'ESMA abbia presentato un progetto di norma tecnica⁴⁷. Se la Commissione non intende adottare o desidera modificare il progetto dell'ESMA, deve darne giustificazione e rinviare il progetto all'ESMA. Quest'ultima può modificare il progetto di norma tecnica sulla base delle modifiche proposte dalla Commissione e ripresentarlo come parere formale. La Commissione può adottare le modifiche che ritenga coerenti con la propria proposta o respingere il progetto.

La Commissione può modificare le norme tecniche di regolamentazione “soltanto in circostanze molto limitate e straordinarie, dal momento che l'Autorità è l'attore a stretto contatto con i partecipanti ai mercati finanziari che ne conosce meglio il funzionamento quotidiano”; altrimenti, proprio per la competenza tecnica dell'ESMA, la Commissione intende “basarsi, come regola generale, sui progetti di norme tecniche di regolamentazione che l'Autorità le ha sottoposto in vista dell'adozione degli atti delegati corrispondenti”⁴⁸. In particolare, le modifiche della Commissione riguardano la violazione del diritto dell'UE, il principio di proporzionalità e i principi fondamentali del mercato

⁴⁵ Art 10-14, Regolamento 1095/2010/UE sulle norme tecniche di regolamentazione e art 15 Regolamento 1095/2010/UE sulle norme tecniche di attuazione, come modificati dal Regolamento 2019/2175/UE.

⁴⁶ M. BUSUIOC, *Rule-making by the European Financial Supervisory Authorities: Walking a Tight Rope*, in *European Law Journal*, 2013, vol. 19, p. 111 et seq., pp. 116-117.

⁴⁷ Art 10 (1) e (3) and art 15 (1) e (3), Regolamento 1095/2010/UE, come modificato dal Regolamento 2019/2175/UE.

⁴⁸ Considerando 23 e 24, Regolamento 1095/2010/UE. Si veda P. SCHAMMO, *The European Securities and Markets Authority: Lifting the Veil on the Allocation of Powers*, in *Common Market Law Review*, 2011, vol. 48, p. 1879 et seq., p. 1883.

interno dei servizi finanziari⁴⁹, ovvero mirano al controllo di legittimità e di merito delle norme da adottare.

Il legislatore europeo svolge un ruolo di supporto nella cooperazione tra Commissione e ESMA. Da un lato, la riforma del 2019 ha rafforzato il ruolo del Parlamento europeo e del Consiglio assicurando che siano sempre tenuti informati della negoziazione intercorrente tra la Commissione e l'ESMA⁵⁰. Dall'altro, nel caso di mancata approvazione di un progetto di norma tecnica, il Parlamento europeo o il Consiglio possono invitare il commissario competente, insieme al presidente dell'Autorità, ad un'apposita riunione della commissione competente del Parlamento europeo o del Consiglio, per presentare e illustrare le loro divergenze⁵¹. Elevando la discussione dal livello della cooperazione amministrativa a quello della mediazione politica, la conciliazione mira a preservare la centralità dell'ESMA nel procedimento rispetto allo status gerarchicamente superiore della Commissione⁵².

Sebbene quindi l'adozione della decisione finale spetti alla Commissione, l'ESMA svolge un ruolo insostituibile che le attribuisce la sostanziale responsabilità del procedimento⁵³. Si tratta infatti di un ruolo ulteriore rispetto a quello di consulenza nei confronti della Commissione, dal momento che l'ESMA è in grado di plasmare il contenuto delle norme adottate dalla Commissione. Per poter legittimamente svolgere tale ruolo sostanzialmente normativo, l'ESMA si trova ad operare in un complesso meccanismo di cooperazione con la Commissione che le consente di rispettare le condizioni formalmente poste dalla dottrina Meroni.

4. Verso un nuovo modello di governance?

Le funzioni attribuite alle Autorità di vigilanza operanti nei mercati finanziari hanno arricchito con poteri quasi-normativi il sistema della governance amministrativa generata dalla necessità di far fronte alle problematiche emerse dalla crisi economica. Sebbene la dottrina Meroni continui a precludere l'attività normativa alle agenzie europee, queste hanno acquistato sempre più spazi per contribuire alla regolamentazione di settore. I poteri quasi-normativi dell'ESMA, in particolare, esemplificano la rilevanza della mutazione in atto,

⁴⁹ Considerando 23, Regolamento 1095/2010/UE.

⁵⁰ Si veda art. 10 (1)-(2), Regolamento 1095/2010/UE, come modificato dal Regolamento 2019/2175/UE.

⁵¹ Art 14 (2), Regolamento 1095/2010/EU.

⁵² Si veda M. SIMONCINI, *Administrative Integration beyond the Non-Delegation Doctrine*, cit., pp. 71-72.

⁵³ Ivi, p. 80. Si veda anche P. WEISEMANN, *European Agencies and Risk Governance in EU Financial Market Law*, cit., pp. 126-127, che ha ritenuto tale potere più forte di quello attribuito ai comitati nella procedura consultiva, ma più debole di quello loro riconosciuto nella procedura di esame.

ma mettono anche in evidenza le criticità che il cambiamento degli strumenti di governance comporta.

Si ripropone, in particolare, il paradosso dello Stato amministrativo: la distribuzione di poteri di regolazione alle agenzie europee è necessaria in ragione della complessità e tecnicità dei diversi ambiti da regolamentare. Il legislatore è, infatti, per sua natura generalista e non sempre in grado di identificare con efficacia soluzioni adatte alla complessità dei problemi. Il processo democratico-deliberativo richiede, quindi, l'intervento di poteri amministrativi delegati che contestualizzino gli obiettivi politici nella specificità dei settori oggetto di regolamentazione. Per rendere legittimo questo processo, occorre identificare precise garanzie nell'esercizio dei poteri amministrativi, per evitare che non si verifichino indebite sostituzioni dell'amministrazione al legislatore democraticamente legittimato.

Nella misura in cui l'ordinamento dell'UE non ha completamente sciolto la tensione tra il principio dell'equilibrio istituzionale e l'esigenza di sviluppo di un sistema di amministrazione sovranazionale, il nodo della definizione delle garanzie nell'esercizio dei poteri amministrativi non ha ancora consentito di superare il paradosso dello Stato amministrativo. Le agenzie europee hanno trovato una nuova legittimazione nel Trattato di Lisbona, ma le previsioni circa la natura e i limiti dei loro poteri restano minime, sottoponendo l'analisi della compatibilità delle loro attività all'interpretazione sistematica del quadro di riferimento normativo complessivo. Un certo equilibrio tra le opposte esigenze è stato, tuttavia, raggiunto pragmaticamente.

In primo luogo, la recente revisione della dottrina Meroni ad opera della Corte di giustizia nel caso delle vendite allo scoperto dimostra come il modello della legalità amministrativa sia stato aggiornato per far fronte all'esigenza di vigilare efficacemente e plasmare il mercato di riferimento. In particolare, la Corte di giustizia ha ritenuto l'attribuzione della capacità di scelta in capo all'ESMA compatibile con i limiti alla delega di poteri previsti nella dottrina Meroni, perché non comportava una sua indebita sostituzione al legislatore. In altre parole, la natura tecnica dei poteri esercitati dall'ESMA non esclude, quindi, la capacità di bilanciare entro i margini del principio di legalità gli interessi in gioco nella strutturazione del mercato. La presenza di strumenti di controllo sull'attività svolta dall'ESMA diventa quindi essenziale per escludere un indebito trasferimento di responsabilità politica all'autorità amministrativa. Lo standard del sindacato giurisdizionale e del controllo di proporzionalità diventano, quindi, gli strumenti principe per verificare la legittimità dell'attività amministrativa e rimediare eventuali abusi.

Il riconoscimento di tale margine di discrezionalità nel compimento di scelte complesse tecnicamente fondate da parte della Corte di giustizia, tuttavia, non è avvenuto nell'ambito di un coerente sistema teorico di giustificazione

dell'esistenza del potere amministrativo, bensì in via del tutto pragmatica, attraverso l'analisi dei presupposti di fatto e di diritto in cui detto potere potesse essere esercitato e controllato. Come è stato osservato, la natura, l'applicazione e la legittimità dei poteri delle Autorità di vigilanza non trova una specifica concettualizzazione nel diritto amministrativo europeo⁵⁴. Questo solleva inevitabilmente interrogativi sulla sostenibilità dell'attribuzione di poteri regolatori in mancanza di una risposta teorica generale al paradosso dello Stato amministrativo.

Inoltre, il quadro è ulteriormente complicato dal fatto che accanto a tale potere regolatorio saldamente circoscritto operano altri strumenti non tradizionali, che integrano il modello del diritto prescrittivo e consentono all'ESMA di svolgere indirettamente un ruolo chiave nella governance di settore. Si tratta di poteri quasi-normativi che operano attraverso vincoli procedurali o sistemi di incentivi reputazionali che impegnano le autorità nazionali competenti e gli operatori di settore al di là dell'esistenza di una sanzione giuridica per il mancato rispetto di una norma.

Laddove l'ESMA non disponga di poteri coercitivi, operano meccanismi formali e informali per rendere effettiva la sua attività quasi-normativa. Ecco, quindi, che nel caso di orientamenti e raccomandazioni, è un sistema combinato di obblighi giuridici e di incentivi reputazionali a garantirne l'attuazione da parte delle autorità nazionali competenti e degli operatori di settore. In particolare, è l'instaurazione di meccanismi di fiducia reciproca che consente di attuare le regole di condotta raccomandate dall'ESMA. Diversamente, nel caso in cui sia necessario adottare regole uniformi e vincolanti a livello europeo, l'ESMA viene chiamata a partecipare all'attività di regolazione della Commissione con un ruolo chiave nella definizione del contenuto delle regole stesse.

Questi diversi strumenti consentono all'ESMA di svolgere una funzione quasi-normativa che risponde alle esigenze settoriali di regolazione senza incorrere in una violazione esplicita della dottrina Meroni. Emerge, quindi, un sistema di governance amministrativa in cui le interdipendenze procedurali e reputazionali che si creano tra i diversi attori di settore comportano la conformazione delle condotte alle disposizioni elaborate dall'ESMA.

Il compromesso a cui risponde l'attività quasi-normativa dell'ESMA, tuttavia, dimostra i limiti nella funzionalità del modello quasi-normativo. In primo luogo, per strutturare la cooperazione all'attività normativa della Commissione in modo da rendere preminente il ruolo dell'ESMA, i procedimenti previsti agli articoli 290 e 291 TFUE sono significativamente aggravati. In secondo luogo, la soft law non è esente dal generare problemi di certezza del diritto,

⁵⁴ Si veda E. CHITI, *Is EU Administrative Law Failing in Some of Its Crucial Tasks?*, in *European Law Journal*, 2016, vol. 22, p. 576 et seq.

soprattutto per gli operatori di settore che difficilmente riescono a valutarne il valore non vincolante. Se formalmente il carattere opzionale della soft law è preservato, sono proprio i meccanismi di fiducia su cui si fonda a conferirgli forza normativa. Da questo punto di vista, il modo in cui la soft law viene adottata diventa giuridicamente rilevante, dal momento che il suo contenuto impegna le amministrazioni nazionali e gli operatori di settore. Definire chi e in quale fase del procedimento possa partecipare all'adozione di orientamenti e raccomandazioni diventa una condizione necessaria della loro legittimità.

Nonostante la proposta della Commissione per la riforma delle Autorità puntasse a rafforzare fortemente le garanzie procedurali⁵⁵, la riforma del 2019 ha introdotto soltanto cambiamenti marginali, dimostrando di non voler irrigidire i procedimenti per l'adozione della soft law. In particolare, la proposta della Commissione prevedeva che nel rispetto del principio di proporzionalità, l'Autorità consultasse il pubblico e il Gruppo delle parti interessate sui propri orientamenti e raccomandazioni e conducesse anche l'analisi costi-benefici, salvo si verificassero circostanze eccezionali⁵⁶. Diversamente, il Regolamento del 2019 ha preferito lasciare alla decisione dell'ESMA l'esperimento di tali obblighi procedurali, fatto salvo l'obbligo di motivazione del loro mancato adempimento⁵⁷. Inoltre, la proposta della Commissione consentiva ai due terzi del Gruppo delle parti interessate di inviare un parere motivato alla Commissione laddove ritenesse che l'Autorità avesse travalicato le sue competenze formulando determinati orientamenti o raccomandazioni, aprendo un procedimento che avrebbe potuto portare la Commissione ad adottare una decisione di esecuzione richiedente il ritiro degli orientamenti o raccomandazioni in questione⁵⁸. Diversamente, il Regolamento del 2019 ha riconosciuto il potere di inviare un avviso circostanziato a qualsiasi persona fisica o giuridica interessata direttamente e individualmente dalla questione, innalzando i requisiti

⁵⁵ Art 3 (7) b, Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 settembre 2017, COM (2017) 536, che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), il regolamento (UE) n. 1094/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), il regolamento (UE) n. 1095/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), il regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital, il regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale, il regolamento (UE) n. 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari, il regolamento (UE) 2015/760 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, il regolamento (UE) 2016/1011 sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento e il regolamento (UE) 2017/1129 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato.

⁵⁶ Art. 16 (2), COM (2017) 536.

⁵⁷ Art 16 (2), Regolamento 1095/2010/UE, come modificato dal Regolamento 2019/2175/UE.

⁵⁸ Art 3 (7) d, COM (2017) 536.

soggettivi per l'azione e senza specificare le conseguenze della stessa⁵⁹. Sembra, pertanto, che i procedimenti di adozione e controllo della soft law restino in un limbo, in cui il riconoscimento formale dei diritti procedurali e rimedi oscilla.

Come Weisemann ha efficacemente osservato, la regolazione attraverso la soft law richiede ancora di essere interpretata per comprendere se si tratti di un sistema interamente nuovo, fondato sulla persuasione e l'informazione dei suoi destinatari, o di un'applicazione edulcorata del modello prescrittivo tradizionale, o ancora un modello mediano⁶⁰. La spinta verso l'emersione giuridica dei meccanismi di funzionamento informali è certamente presente, ma non prevalente, con il risultato che si generano tensioni nell'applicazione degli obblighi formali e nel riconoscimento dei loro effetti.

Queste tendenze dimostrano come la crisi economica abbia messo a nudo alcune criticità della governance amministrativa. Le Autorità di vigilanza e, in particolare, l'ESMA si sono fatte interpreti dell'esigenza di assicurare la stabilità dei mercati finanziari, ma non sono state corrispondentemente dotate dei tradizionali poteri amministrativi per farvi fronte. Tuttavia, questo modello proprio per il suo carattere compromissorio tra l'istituzione di regolatori di settore e la cooperazione tra diverse autorità competenti ha consentito l'espansione dei poteri amministrativi sovranazionali. Il verificarsi di una nuova congiuntura economica non favorevole potrebbe, quindi, richiedere un'ulteriore intensificazione nel funzionamento della governance amministrativa, ampliando i compiti delle amministrazioni sovranazionali in funzione di coordinamento. Il modello di legalità proprio dell'UE è quindi costantemente sottoposto a un lento, ma costante cambiamento determinato dall'espansione del ruolo delle agenzie di regolazione di settore in assenza di un quadro concettualmente sostenibile per i loro poteri.

⁵⁹ Art 60 bis, Regolamento 1095/2010/UE, come modificato dal Regolamento 2019/2175/UE.

⁶⁰ P. WEISEMANN, *European Agencies and Risk Governance in EU Financial Market Law*, cit., p. 148.