

# Luiss

Libera Università  
Internazionale  
degli Studi Sociali

**Guido Carli**

**CERADI**

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

I nuovi assetti dei mercati finanziari:  
quale organizzazione della vigilanza?  
Convegno Carisbo - Cassa di Risparmio di Bologna  
Bologna, 4 maggio 2001

**Biancamaria Raganelli**

**Maggio 2001**

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

Negli ultimi anni i mercati finanziari hanno subito profonde trasformazioni. La natura e la portata di tali cambiamenti ha imposto la necessità di riflettere su una possibile ed eventualmente opportuna revisione della disciplina regolamentare - sia a livello nazionale di ogni singolo stato membro, sia a livello sovranazionale e comunitario -, al fine di definire assetti di vigilanza in grado di garantire la crescita e lo sviluppo degli intermediari e dell'economia in un contesto di stabilità. Questo l'oggetto del convegno organizzato da "Banca impresa società" a Bologna il 4 maggio 2001 nella sede della Caribo, Cassa di Risparmio di Bologna.

All'incontro hanno partecipato, in qualità di relatori, i professori Marco Onado e Francesco Vella, entrambi dell'Università di Bologna e il prof. Maximilian J. B. Hall della Loughborough University. E' seguito un dibattito cui hanno aderito i professori Guido Cammararo, Renzo Costi, Giancarlo Forestieri, Carmine Lamanda, Fabio Merusi, Angelo Tantazzi. Nel pomeriggio si è tenuta una tavola rotonda coordinata dal professor Cesarini dell'Università Cattolica di Milano, a cui sono stati invitati i rappresentanti delle autorità di regolazione e garanzia (Pierluigi Ciocca, Vice Direttore Generale Banca d'Italia; Giovanni Manghetti, Presidente Isvap; Luigi Spaventa, Presidente Consob; Giuseppe Tesauro, Presidente Autorità garante della Concorrenza e del Mercato), per esprimere le proprie opinioni in materia di "regolamentazione tra sistemi nazionali e mercato unico".

La regolamentazione del sistema finanziario è chiamata a correggere i fallimenti dei mercati, questo l'assunto delle principali teorie economiche; essa costituisce un aspetto del più ampio tema del controllo pubblico dell'economia. Gli obiettivi perseguiti sono la *stabilità* degli intermediari finanziari; la *trasparenza* sul mercato e sugli intermediari al fine di assicurare un'equità nella distribuzione delle risorse ed in particolare del bene informazione; la *concorrenza* nel settore dell'intermediazione e dei mercati organizzati, garantita dall'esistenza di regole antitrust. L'evoluzione delle teorie e dei sistemi economici nel tempo ha portato a riconoscere pari dignità ai tre obiettivi e dimostrato che concorrenza e trasparenza costituiscono anzi dei presupposti della stabilità, come è stato riconosciuto anche dal Comitato di Basilea.

La realizzazione di detti obiettivi può avvenire mediante l'adozione di diversi modelli e pratiche regolamentari. A partire dal 1930, soprattutto in Europa, si è in gran parte preferito affidarne il perseguimento ad istituzioni diverse, portando ad una prevalenza di quella che viene definita la

regolamentazione per soggetti o istituzionale, esercitata su ciascuna categoria di operatori finanziari ed affidata ad un distinto organo per l'intero complesso delle attività svolte da un intermediario o su un mercato (in sostanza tre Autorità di supervisione rispettivamente per banche, intermediari mobiliari ed assicurazioni). Con il tempo si è registrata un'a crescente attenzione verso forme di regolamentazione "trasversali" per funzioni (o per attività) o per finalità, in cui gli intermediari e i mercati sono sottoposti al controllo di più Autorità, ognuna competente con riferimento ad ogni singolo obiettivo (per ogni obiettivo una Autorità). Di recente si è poi affermato un nuovo modello basato sulla costituzione di un'agenzia con funzioni di regolatore unico. E' il caso della Financial Services Authority (FSA) che dal 1998 è responsabile in Inghilterra della regolamentazione di stabilità e di trasparenza, nonché della vigilanza su tutti gli intermediari finanziari.

Il manifestarsi di fenomeni di patologia caratterizzati da elevate capacità di contagio, l'affermarsi di nuove forme di integrazione tra intermediari, le innovazioni tecnologiche che hanno determinato una forte spinta nel senso dell'internazionalizzazione dei mercati esigono oggi, anche in Italia, di rivedere l'architettura regolamentare. Quale l'organizzazione più efficiente?

*Marco Onado* ha evidenziato le difficoltà dell'adozione di sistemi di regolamentazione che poco si adattino al nostro Paese, come è il caso del modello anglosassone. La FSA nasce come risposta ad eventi specifici: l'esigenza di far fronte al fallimento del sistema regolamentare domestico con particolare riferimento alla Bank of England. Tale esperienza difficilmente è suscettibile di divenire un paradigma per altri Paesi. Il futuro sistema regolamentare europeo dovrebbe piuttosto essere pensato come un sistema di autorità indipendenti, basato su regole uniformi. In tal senso occorrerebbe dettare delle regole di indipendenza tra le Authority, prima ancora di porsi il problema di definirne i rispettivi poteri. La presenza di una moneta unica rende oltremodo necessario una revisione del quadro regolamentare in chiave altrettanto unitaria. L'adozione del principio del mutuo riconoscimento ha finora mantenuto validità alle singole Autorità nazionali, ma non può evidentemente che trattarsi di una soluzione di breve periodo. In tal senso risulterebbe quanto mai opportuna l'attivazione di quella delega di compiti a favore della BCE in materia di vigilanza bancaria, prevista dal Trattato di Maastricht.

Nel suo intervento *Francesco Vella* ha riaffermato l'esigenza di pensare una diversa architettura istituzionale capace di far fronte al fenomeno della

globalizzazione. Occorre trovare sul piano internazionale un linguaggio comune non solo tra gli stati, ma anche tra le “vigilanze” per sviluppare un dialogo trasversale in grado di individuare nuove modalità organizzative dei poteri di controllo. Tale percorso presuppone comunque diverse fasi di sperimentazione e soprattutto la volontà politica di passare dal principio della “identica sovranità degli stati” ad una “pari perdita di sovranità”. Nel panorama giuridico europeo emergono fattori che spingono verso una organizzazione unitaria della vigilanza. Non sembra però chiaro quale debba essere il modello di vigilanza sovranazionale europeo. Le proposte avanzate vanno dalla creazione di due agenzie comunitarie - una per la trasparenza e una per la stabilità -, alla definizione di unico soggetto accentratore della vigilanza. Senza trascurare le ragioni storiche che hanno portato all’adozione dei sistemi adottati in altri Paesi, può comunque essere utile riflettere sugli stessi nel perseguimento di quel necessario indirizzo unitario che l’evoluzione del mercato comunitario richiede o forse impone. Resta la consapevolezza della “inevitabilità dell’imperfezione”, nel senso dell’impossibilità di trovare un modello ottimale che si attagli perfettamente ai singoli sistemi nazionali.

L’analisi del modello inglese è stata oggetto dell’intervento del Prof. *Hall*, il quale ha delineato l’evoluzione della regolamentazione finanziaria e della vigilanza in Gran Bretagna e le ragioni della riforma che ha portato alla creazione della FSA. Tale istituzione, creata dal governo inglese nel Maggio del 1997, a partire da giugno 1998 ha assunto la responsabilità in materia di vigilanza bancaria prima in capo alla Bank of England e da gennaio 1999, quella in materia di regolamentazione assicurativa. Si è voluto così separare la funzione di politica monetaria da quella di regolamentazione prudenziale e vigilanza bancaria, al fine di evitare i possibili conflitti di interesse che possano derivare da una gestione congiunta delle due funzioni. La transizione verso una singola Authority sarà completata entro l’anno con l’entrata in vigore del Financial Services and Markets Act 2000. L’assetto del precedente sistema finanziario era da molti avvertito come non più sostenibile. L’effettivo funzionamento del modello potrà comunque essere testato solo dal tempo, per verificare se le riforme adottate soddisferanno le aspettative, o se troveranno invece conferma le critiche di chi dubita che il Governo abbia effettivamente adottato la riforma ottimale.

Il modello anglosassone, la valutazione della opportunità della unificazione della vigilanza sia a livello nazionale, sia in una prospettiva sopranazionale ed europea in particolare, ha costituito lo spunto del dibattito

coordinato dal Prof. *Minervini*. In questa occasione vi è chi (*Cammararo*) ha ricordato che l'organizzazione della vigilanza è funzionale alle esigenze che si intendono tutelare, nonché agli obiettivi che le imprese si pongono e che risultano fortemente condizionati dalla cultura nazionale. Per questo risulta quanto mai difficile prendere a paradigma modelli propri di alcuni paesi, per realizzare una unificazione istituzionale che non può in alcun modo prescindere da una armonizzazione seppur minima delle diverse culture. I modelli giuridici possono dipendere da imposizione o da esigenze economiche specifiche; per questo vi possono essere modelli ottimali per alcuni sistemi e non per altri (*Merusi*). Da altro punto di vista si è invece insistito (*Tantazzi*) per la necessità di uniformare i diversi standard di autoregolamentazione esistenti in Europa. Si è anche prospettata (*Costi*) la possibilità di immaginare un coordinamento accentrato nel CICR per farne, ove ne venisse garantita la neutralità, una autorità sovraordinata. Altri ancora (*Lamanda*) hanno proposto di affidare alle singole Autorità il compito di ideare una riforma in una prospettiva di autoregolamentazione. Il presupposto è l'impossibilità di individuare un principio unico valido per tutti i sistemi che prescinda dalle singole peculiarità.

Il dibattito si è focalizzato quindi sul problema dei conglomerati finanziari (*Forestieri*). Si registra un crescente interesse in questo settore, sia pure ci sia stata, ad oggi, scarsa risposta da parte delle istituzioni finanziarie nel senso di un incremento della gestione consolidata del rischio. In tal senso l'organizzazione della vigilanza può svolgere un ruolo determinante. Una eventuale diminuzione dei costi della stessa, infatti, potrebbe costituire un forte incentivo per un effettivo sviluppo dei conglomerati finanziari.

La tavola rotonda tra i rappresentanti delle autorità nazionali di regolazione e garanzia ha consentito un interessante confronto su alcuni punti emersi nel corso del convegno, con particolare riferimento all'esistenza nella normativa interna di raccordi tra le diverse autorità, l'eventuale presenza di vuoti da colmare, la possibilità di introdurre anche in Italia la figura del regolatore unico, l'individuazione di possibili impulsi all'armonizzazione finanziaria tra i diversi sistemi europei, il ruolo che può essere eventualmente svolto dagli accordi multilaterali. Nell'occasione Pier Luigi Ciocca ha ricordato l'importanza della concorrenza, riaffermando la validità dell'attribuzione della supervisione sulla stessa alla Banca Centrale, che anzi sarebbe suscettibile di determinare un rafforzamento della vigilanza bancaria. Il presidente dell'Isvap ha evidenziato le peculiarità dell'impresa di assicurazione che giustificano il

permanere di una disciplina regolamentare ed una authority distinte. Dal punto di vista del coordinamento a livello europeo, in campo assicurativo esistono realtà diverse che renderebbero difficile il coordinamento. Spaventa, Presidente della Consob, dal canto suo ha enfatizzato l'esigenza di porre le basi per una legislazione finanziaria comunitaria più flessibile, svelta e non lacunosa. Infine Tesauro, Presidente dell'Autorità Garante per la Concorrenza ed il Mercato, ha tenuto a ricordare la permanenza in Italia di una sostanziale anomalia legata al mantenimento della duplice competenza, in materia di stabilità e concorrenza, in capo alla Banca Centrale. Resta imprescindibile il potenziale conflitto di interessi tra i due obiettivi. Se ciascuna autorità si limitasse a svolgere i propri compiti, senza invadere altri campi, non vi sarebbero sovrapposizioni suscettibili di giustificare una riforma radicale dell'architettura istituzionale delle authority.

Il convegno, con le osservazioni che ne sono scaturite, ha costituito lo spunto di interessanti riflessioni. La regolamentazione finanziaria italiana è il risultato dell'evoluzione della struttura finanziaria del nostro Paese tradizionalmente dominata dagli intermediari bancari, modificata nel tempo in gran parte dalle direttive comunitarie, nonché dalla progressiva integrazione europea. I prossimi sviluppi ci consentiranno di verificare come verrà data risposta alle molteplici istanze che, sia sul piano nazionale, sia su quello internazionale, scaturiscono dalla ideazione di nuovi modelli regolamentari, la creazione e diffusione di una moneta unica in Europa e, in genere, dal fenomeno della globalizzazione.