

---

**LUISS**  
**Libera Università Internazionale degli Studi Sociali**  
**Guido Carli**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO E ECONOMIA**  
**CICLO XXII**

***A COMPARATIVE PERSPECTIVE ON THE FINANCIAL  
REGULATION IN THE EURO-ZONE: LAW,  
ECONOMICS AND POLITICS***

**COORDINAMENTO E INTEGRAZIONE DELLA VIGILANZA SUI  
MERCATI FINANZIARI NELL'AEREA DELL'EURO**

**CANDIDATO**  
**Dott. Giuseppe Iannello**

**TUTOR**  
**Prof. Gustavo Visentini**

---

Negli ultimi anni i mercati finanziari hanno subito profonde trasformazioni.

La natura e la portata di tali cambiamenti hanno imposto la necessità di riflettere su una possibile ed eventualmente opportuna revisione della disciplina regolamentare a livello europeo 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<sup>1</sup>.

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, di rivedere l'architettura regolamentare. Quale l'organizzazione più efficiente?

Il futuro sistema regolamentare europeo dovrebbe essere pensato come un sistema di autorità indipendenti, basato su regole uniformi. In tal senso occorre dettare delle regole precise di indipendenza tra Authority, prima ancora di porsi il problema di definirne i rispettivi poteri<sup>2</sup>. 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 le singole autorità nazionali, ma non può evidentemente che trattarsi di una soluzione di breve periodo<sup>3</sup>.

Necessario è riaffermare l'esigenza di pensare una diversa architettura istituzionale capace di far fronte al fenomeno della globalizzazione<sup>4</sup>. Occorre trovare sul piano internazionale un linguaggio comune non solo tra gli stati, ma anche tra le "vigilanze"

---

<sup>1</sup> Cfr. Ferran E., *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, 2004.

<sup>2</sup> Cfr. Manghetti G., *Quali soluzioni istituzionali nell'Unione Europea?* in *Banca Impresa e Società*, n. 3/2001; Sarcinelli M., *L'organizzazione e la distribuzione dei compiti tra le autorità nazionali e quelle europee per la vigilanza bancaria e finanziaria*, in *Rivista Bancaria-Minerva Bancaria*, n. 5/2002.

<sup>3</sup> Rossi G., *Un'autorità sopranazionale per i mercati finanziari?*, in *Rivista delle Società*, n. 1/2001.

<sup>4</sup> Cfr. Padoa Schioppa T., *Vigilanza globale: un termine alla ricerca di un contenuto*, in *Globalizzazione e stabilità dei mercati finanziari*, Roma, 1998.

---

per sviluppare un dialogo trasversale in grado di individuare nuove modalità organizzative dei poteri di controllo<sup>5</sup>.

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, di conseguenza gli assetti di regolamentazione e supervisione sono stati modificati o sono oggetto di dibattito a livello nazionale.

Infine, come già osservato, ad una rapida integrazione di mercati, intermediari e strumenti, non sembra seguire tempestiva una integrazione efficace di modelli e «stili» di vigilanza, per il contemporaneo e complesso intrecciarsi di regolamentazioni ancora troppo nazionali, di culture (non solo in senso finanziario) diverse e, per certi versi, lontane, e di una piena ed effettiva comprensione delle volontà collaborative<sup>6</sup>.

Il dibattito è evidentemente, in ambito europeo, tra sostenitori della *Regulatory Harmonisation*, («armonizzazione regolamentare»), e fautori della *Regulatory Competition*<sup>7</sup>, («competizione regolamentare»), ma entrambi lamentano il dilungarsi della questione, che sarebbe responsabile di aver involontariamente creato una sorta di «livellamento verso il basso» della qualità complessiva delle norme, nella volontà di vederne l'applicazione per il maggior numero di realtà di mercato<sup>8</sup>.

---

<sup>5</sup> Cfr. Ferrarini G., *Pan-European Securities Market: Policy Issues and Regulatory Responses*, in *Working Paper of Centre for Law and Finance*, n. 4/2002.

<sup>6</sup> Cfr. Costi R., *Sul coordinamento fra autorità di vigilanza*, in *Banca Impresa e Società*, n. 3/2001.

<sup>7</sup> Cfr. Herting G., *Regulatory competition for EU financial services*, in Esty D.C. e Geradin D., *Regulatory competition and economic integration*, (a cura di) Jackson J.H., Oxford, 2001.

<sup>8</sup> Non si è mancato di sottolineare come le differenze tra i vari ordinamenti diano origine a fenomeni di *regulatory arbitrage* o di *competition in laxity*, atteso che alcuni regolatori nazionali potrebbero essere indotti ad abbassare il livello di guardia, per rendere più attraenti i propri sistemi. L'effetto della concorrenza regolatoria tra ordinamenti potrebbe far emergere anche tendenze all'abbassamento degli standards in vigore o fenomeni di “*race to the top*”, spingendo gli Stati ad adottare regole di maggior vigore protezionistico per gli investitori e gli intermediari.

---

Il tema del presente progetto di ricerca è di esplorare, secondo una visione strettamente comparatistica, come gli Stati dell'Unione sono alle prese con i rispettivi *Regulatory Regime*<sup>9</sup>, e come questi possano essere valutati secondo risultati economici e costi sociali<sup>10</sup>.

Esso fornirà un'analisi dei modelli di controllo e supervisione, dei sistemi proposti, degli assetti adottati dai principali paesi europei, e dello studio delle soluzioni.

La prima parte prenderà in esame la situazione generale: la necessità di una regolamentazione, nei suoi aspetti economici e sociali, gli obiettivi della vigilanza, e il dibattito in letteratura sull'organizzazione e distribuzione delle competenze.

Nella seconda parte verranno analizzate l'efficacia e l'efficienza del sistema regolatorio europeo, secondo una logica di coordinamento/competizione tra ordinamenti, nonché la scelta tra i diversi modelli di *Regulatory Harmonisation*<sup>11</sup> e *Regulatory Competition*<sup>12</sup>.

---

<sup>9</sup> Cfr. Llewellyn D.T., *A Regulatory Regime for Financial Stability*, in *Austrian National Bank Working Paper*, n.48/2000, che individua analiticamente le diverse componenti del *Regulatory Regime* in:

- 1) Regole stabilite dalle Autorità di regolamentazione, che includono il Parlamento, il Governo, le agenzie che, a vario titolo fissano obblighi procedurali o sostanziali;
- 2) Attività di monitoraggio e supervisione esercitata dalle agenzie a ciò deputate e dalla cui azione dipende il mantenimento delle aspettative e la congruenza dei singoli intermediari;
- 3) Strutture degli incentivi cui sono esposti i consumatori-risparmiatori, le banche e le stesse agenzie di vigilanza;
- 4) Ruolo della disciplina di mercato e soprattutto il monitoraggio continuo dei comportamenti manageriali che quest'ultimo può attuare;
- 5) Possibilità e modalità di intervento nel caso che si abbiano insolvenze bancarie, soprattutto per evitare che si producano effetti sistemici;
- 6) Struttura e funzionamento del governo societario, "corporate governance", all'interno delle banche;
- 7) Meccanismi per la rendicontazione e per la correzione dei comportamenti delle agenzie di vigilanza.

<sup>10</sup> Cfr. Coase *The Problem of Social Cost*, in *Journal of Law & Economics*, Vol.3, N.1, 1960.

<sup>11</sup> Cfr. White L., *International regulation of securities markets: Competition or Harmonization?*, in Lo A., (a cura di), *The international organization and regulation of the securities industry*, Chicago, The University of Chicago Press, 1996.

Infine verranno discussi gli effetti economici, alla luce della distribuzione dei benefici e dei relativi costi sociali<sup>13</sup>.

## STRUTTURA DELLE AUTHORITY DI VIGILANZA E DI REGULATION DEI PRINCIPALI PAESI EUROPEI

PAESE	BANCHE	MERCATI E INTERMEDIARI MOBILIARI	ASSICURAZIONI
Belgio	Banca Centrale	Banca Centrale	Authority unica sulle assicurazioni
Danimarca	Authority Unica	Authority Unica	Authority Unica
Germania	Authority Unica	Authority Unica	Authority Unica
	Banca Centrale	Authority unica sui servizi finanziari	Authority unica sulle assicurazioni
Spagna	Banca Centrale	Authority unica sui servizi finanziari	Authority unica sulle assicurazioni
Francia	Banca Centrale/Authority bancaria	Authority unica sui servizi finanziari	Authority unica sulle assicurazioni
Italia	Banca Centrale	Authority unica sui servizi finanziari	Authority unica sulle assicurazioni
Irlanda	Banca Centrale	Banca Centrale	Authority unica sui servizi finanziari
Lussemburgo	Authority bancaria e	Authority bancaria e	Authority unica sulle

<sup>12</sup> Cfr. Campbell J., *Comment to international regulation of securities markets: Competition or Harmonization?*, in Lo A., (a cura di), *The international organization and regulation of the securities industry*, Chicago, The University of Chicago Press, 1996; Lombardo S., *La concorrenza tra ordinamenti nella prospettiva economica dell'analisi economica del diritto*, in *La concorrenza tra ordinamenti giuridici*, AA.VV., (a cura di Zoppini A.), Roma-Bari; Majone G., *International regulatory cooperation: a neo-institutionalist approach*, in *Transatlantic Regulatory Cooperation*, Oxford, 2000.

<sup>13</sup> Cfr. Arcuri A. e Van der Bergh R., *Metodologie di valutazione dell'impatto della regolamentazione: il ruolo dell'analisi costi-benefici*, in *Mercato concorrenza e regole*, 2001; Perna R., *Alla ricerca della regulation economicamente perfetta – dalla teoria all'analisi dell'impatto della regolamentazione*, in *Mercato, concorrenza e regole*, n.1/2003; Hawkesby C., *The institutional structure of financial supervision: a cost-benefit approach*, in *The Journal of International Banking Regulation*, 2000, pp.36 ss.

	sui servizi finanziari	sui servizi finanziari	assicurazioni
Paesi Bassi	Banca Centrale	Authority unica sui servizi finanziari	Authority unica sulle assicurazioni
Austria	Authority Unica	Authority Unica	Authority Unica
Portogallo	Banca Centrale	Authority unica sui servizi finanziari	Authority unica sulle assicurazioni
Svezia	Authority Unica	Authority Unica	Authority Unica
Regno Unito	Authority Unica	Authority Unica	Authority Unica
Svizzera	Authority bancaria e sui servizi finanziari	Authority bancaria e sui servizi finanziari	Authority unica sulle assicurazioni
Repubblica Ceca	Banca Centrale	Authority sui servizi finanziari e assicurativi	Authority sui servizi finanziari e assicurativi
Ungheria	Authority Unica	Authority Unica	Authority Unica
Norvegia	Authority Unica	Authority Unica	Authority Unica
Polonia	Banca Centrale	Authority unica sui servizi finanziari	Authority unica sulle assicurazioni
Stati Uniti	Banca Centrale/Authority bancaria	Authority unica sui servizi finanziari	Authority unica sulle assicurazioni

**MODALITA' DI ESERCIZIO DELLA VIGILANZA: ASSETTO ACCENTRATO E DECENTRATO DELLA EUROPEAN REGULATION**

**PAESI CON AUTORITA' INDIPENDENTI**

<b>Germania</b>	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen	Ministero delle Finanze
<b>Belgio</b>	Office de Contrôle des Assurances	Ministero dell'Economia
<b>Francia</b>	Commission de Contrôle des Assurances	Ministero dell'Economia e delle Finanze
<b>Lussemburgo</b>	Commissariat aux Assurances	Minister del Tesoro
<b>Olanda</b>	Verzekeringkamer	Ministero delle Finanze
<b>Portogallo</b>	Instituto de Seguros de Portugal	Ministero delle Finanze

---

**PAESI SENZA AUTORITA' INDIPENDENTI**

<b>Austria</b>	Ministero delle Finanze – Divisione delle Assicurazioni
<b>Spagna</b>	Ministero dell'Economia - Direzione Generale delle Assicurazioni
<b>Finlandia</b>	Ministero degli Affari Sociali - Dipartimento delle Assicurazioni
<b>Irlanda</b>	Ministero dell'Industria e del Lavoro - Divisione delle Assicurazioni

**PAESI CON AUTORITA' INDIPENDENTI A MODELLO ACCENTRATO**

<b>Danimarca</b>	Danish Financial Supervisory Authority	Autorità di Vigilanza Finanziaria
<b>Regno Unito</b>	Financial Supervisory Agency	Autorità per i Servizi Finanziari
<b>Svezia</b>	Finansinspektionen	Autorità di Vigilanza Finanziaria

Fonte: Di Giorgio G. e Di Noia C., *Financial Market Regulation and Supervision: How many peaks for the Euro Area?*, in *Brooklyn Journal of Internationale Law*, n. 2/2003; Lannoo K., *Working Paper 2002*, Centre for European Policy Study (CEPS).