

**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**

## INTRODUZIONE

### CAPITOLO 1 LA NECESSITA' DI UNA REGOLAMENTAZIONE

|   |   |
|---|---|
| 1. Il quadro generale di riferimento.....   | 1 |
| 1.1. Regolamentazione economica e Regolamentazione sociale .....  | 1 |
| 1.2. La <i>ratio</i> della Regolamentazione finanziaria.....  | 5 |
| 1.3. La Scelta dei servizi da regolare.....   | 7 |
| 1.4. La Protezione dei consumatori dei servizi finanziari.....  | 9 |
| - <i>Assimmetria informativa e comportamento opportunistico – Divergenza delle preferenze negli scambi – Razionalità limitata – Costi di transazione–</i> |   |

### CAPITOLO 2 OBIETTIVI E MODELLI DELLA REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA

|  |    |
|--|----|
| 2. Profili generali di intervento .....                                | 15 |
| 2.1. Regolamentazione finanziaria: Gli Obiettivi della Vigilanza.....  | 18 |
| 2.2. Dalle teorie sull'intermediazione alle teorie regolamentari ..... | 22 |
| 2.3. Assetti e Modelli di controllo .....                              | 25 |
| 2.3.1. La Vigilanza Istituzionale .....                                | 25 |
| 2.3.2. La Vigilanza per Finalità.....                                  | 28 |
| 2.3.3. La Vigilanza per Attività.....                                  | 31 |
| 2.3.4. La Vigilanza Funzionale .....                                   | 33 |

2.3.5. La Vigilanza Accentrata..... 37

**CAPITOLO 3**  
**ASSETTI ORGANIZZATIVI E ARCHITETTURA DELLA**  
**REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA EUROPEA.**

3. Le soluzioni adottate: Regolamentazione orizzontale e verticale..... 42

3.1. Regolazione dei mercati finanziari europei tra  
Coordinamento e Concorrenza tra ordinamenti..... 48

3.1.1. La ricerca di un linguaggio comune..... 51

3.2. Nuovi Assetti di Supervisione 1:  
Una Vigilanza Integrata per l'Europa?..... 61

3.3. Nuovi Assetti di Supervisione 2:  
Una Vigilanza Accentrata per l'Europa? ..... 65

3.4. Il caso del regolatore unico: La Fsa inglese ..... 72

3.4.1. Gli altri Stati europei con Autorità unica..... 74

3.4.2. Il modello mediterraneo e l'allargamento ..... 78

**CAPITOLO 4**  
**LE PROCEDURE E I NUOVI INDIRIZZI**

4. Il Comitato Lamfalussy: The Report on the Regulation  
of European Securities Market..... 83

4.1. La procedura di normazione..... 86

4.2. Due nuovi Comitati..... 94

4.2.1. L'European Securities Committee (ESC)..... 95

4.2.2. Il Committee of European Securities Regulators (CESR)..... 96

4.3. Valutare la Procedura Lamfalussy:  
Il deficit di trasposizione degli Stati membri ..... 99

## **CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE**

**Appendice:** Struttura delle Authority di Vigilanza  
e di Regulation dei principali Paesi europei ..... 108

## **BIBLIOGRAFIA**

### Introduzione

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 - sia a livello nazionale, 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.

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* del mercato al fine di assicurare un'equità nella distribuzione delle risorse, 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. (in sostanza tre Autorità di

supervisione rispettivamente per banche, intermediari mobiliari ed assicurazioni). Con il tempo si è registrata una 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. Di recente si è poi affermato un nuovo modello basato sulla costituzione di un’agenzia con funzioni di regolatore unico: è 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, 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. 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. 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. Necessario è riaffermare 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, di conseguenza gli assetti di regolamentazione e supervisione sono stati modificati o sono oggetto di dibattito a livello nazionale.

Il tema di questo elaborato è di esplorare come gli Stati dell’Unione sono alle prese con questo cambiamento. Esso fornirà un’analisi dei modelli di controllo e supervisione, volgendo lo sguardo sui sistemi proposti, sugli assetti adottati dai principali paesi europei, e sullo 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 ci soffermeremo sulla procedura Lamfalussy, un nuovo procedimento di regolamentazione “tutto europeo”, destinato a incidere sempre più nei processi di *rule-making* nazionali, e sul quale si gioca il futuro dell’integrazione dei mercati finanziari europei. Infine guarderemo ai risultati e al funzionamento della procedura, agli sforzi ancora da compiere, alla collaborazione e al coordinamento tra autorità nazionali, e all’idea di un regolatore unico.

## CAPITOLO 1

### LA NECESSITA' DI UNA REGOLAMENTAZIONE

#### 1. Un quadro generale di riferimento

##### 1.1. Regolamentazione economica e Regolamentazione sociale

Caratteristica peculiare dei sistemi finanziari è la penetrante e diffusa attività di controllo <sup>(1)</sup> esercitata dai pubblici poteri su tutte le sue componenti, rappresentate dagli intermediari, dai mercati e dagli strumenti.

Questo tratto differenziante rispetto alla maggior parte dei sistemi economici, stimola alcuni rilievi, che riguardano sia le ragioni che la giustificano, sia le diverse forme della regolamentazione.

La domanda di regolamentazione è tradizionalmente originata dalla volontà del potere politico di indirizzare i processi di erogazione dei pubblici servizi e dei sussidi all'economia, e di orientare i settori in cui il libero comportamento

---

<sup>1</sup> (□) Appare evidente, qui, la tendenza a ad apparentare i concetti di regolamentazione e controllo, logicamente distinti, ma strettamente interconnessi, per le relative implicazioni sulla vigilanza. A rigore, infatti, occorrerebbe distinguere tra *governance*, *supervision* e *regulation*. Lastra R. M., *The governance structure for financial regulation and supervision in Europe*, in *The Columbia Journal of European Law*, vol.10, n.1/2003, p.49, traduce il termine *regulation* nei processi di formazione delle leggi: "Regulation refers to rule-making", ma "the words regulation and supervision are often used interchangeably". Secondo Sarcinelli M., *La vigilanza sul sistema finanziario: obiettivi, assetti e approcci*, in *Moneta e Credito*, n. 227/2004, p. 236, la vigilanza dev'essere suddivisa in regolamentazione e supervisione. La prima attiene ai procedimenti di normazione primaria (Parlamento) e secondaria (Potere esecutivo); la seconda riguarda prettamente il controllo (di giusta applicazione delle norme), (sul conseguimento o conseguibilità degli obiettivi), (di gestione dell'uscita di scena degli intermediari non più in grado di stare sul mercato o di quelli che hanno violato le norme).



degli attori del mercato possa determinare una diminuzione del benessere della collettività <sup>(2)</sup>.

Soltanto eccezionalmente si è osservato, infatti, che la regolamentazione sorge attraverso modalità automatiche, in modo spontaneo, per autonoma richiesta dei soggetti controllati.

E' possibile distinguere due tipologie di intervento pubblico, quello della cosiddetta regolamentazione economica e quello della cosiddetta regolamentazione sociale <sup>(3)</sup>.

La regolamentazione economica <sup>(4)</sup> mira, secondo una logica sociale, a dosare il livello di competitività di quelle attività produttive, il cui funzionamento sub-ottimale sia in grado di alterare i processi di distribuzione del reddito e di allocazione delle risorse <sup>(5)</sup>. I fondamenti teorici di tale posizione sono rintracciabili nella teoria classica, che individuava nella concorrenza perfetta la struttura ottimale del mercato. La tensione verso forme atomistiche di mercato, infatti, sia dal lato degli acquirenti sia da quello dei venditori, garantirebbe una sufficiente dispersione della capacità di influenzare i livelli e

---

<sup>2</sup> (□) Cassese S., *Dalle regole del gioco al gioco con le regole*, in *Mercato concorrenza regole*, n. 2/2002, p. 266. “Sulle teorie della regolazione pesa la mancata distinzione tra disciplina e regolazione. I poteri pubblici disciplinano l’economia in molti modi: determinano programmi, erogano finanziamenti, controllano prezzi... Ma non ogni volta che sono presenti queste forme di ingerenza pubblica nell’economia si può parlare di regolazione... Invece la regolazione ricorre quando sono presenti almeno sei elementi: indipendenza dell’autorità pubblica regolatrice; affidamento ad essa di un unico compito; natura condizionale; relazione trilaterale; sottoposizione del giusto procedimento; controllo giurisdizionale delle decisioni”.

<sup>3</sup>(□) Secondo un’ordinaria classificazione proposta da Samuelson P. – Nordhaus W., *Economia*, Bologna, Zanichelli, 1987.

<sup>4</sup>(□) Baldwin R. e Cave M., *Understanding Regulation*, Oxford, Oxford University Press, definiscono la regolamentazione economica come “quell’attività che pone limiti a liberi comportamenti degli operatori economici che produrrebbero risultati socialmente indesiderabili”. Essa può anche “rendere possibili o comunque facilitare l’ottenimento di risultati socialmente desiderabili che non sarebbero conseguibili qualora i soggetti economici fossero liberi di operare”.

<sup>5</sup> (□) Ancora, Samuelson, vedi sopra.

la variabilità della produzione e del prezzo. Secondo questa impostazione un simile rischio è avvertito, soprattutto, dai settori nei quali l'esistenza di consistenti economie di scala genera una tendenza naturale verso il monopolio.

Inoltre, gli interventi sulla struttura del mercato possono essere, poi, ispirati dalla volontà di limitare la rivalità tra le imprese del settore attraverso l'innalzamento di barriere artificiali alla concorrenza. Questa ipotesi di regolamentazione è stata oggetto di accese critiche <sup>(6)</sup>, in quanto oltre a condurre alla realizzazione di rendite c.d. da posizione, viene spesso percepita come un tentativo di catturare la regolamentazione deviandola verso altri fini. Non vi è dubbio, infatti, che quando siano le imprese a richiedere servizi di regolamentazione, si producono effetti che distorcono il libero gioco della concorrenza, determinando conseguenze potenzialmente lesive nei confronti degli interessi della collettività <sup>(7)</sup>.

Esistono, inoltre ulteriori motivazioni, che però sono estranee alla struttura del mercato, che inducono a sostituire la 'mano invisibile' del mercato con quella concreta, 'tangibile' dello Stato <sup>(8)</sup>.

---

<sup>6</sup>(□) Vedi, Onado M., *Objectives of banking regulation: the trade – off between efficiency and stability*, in *Uk Banking Supervision*, a cura di Gardener E., London, Allen & Unwin, 1986, che, con specifico riferimento al settore bancario, osserva come manchi una dimostrazione definitiva circa l'esistenza di condizioni strutturali di monopolio nei mercati creditizi, e che il verificarsi di situazioni di concorrenza limitata può essere originato da controlli che ostacolano la contendibilità del mercato.

Ancora sull'argomento, Forestieri G., *Economies of scale and scope in the financial services industry. A review of recent literature*, Milano, Università Bocconi, 1992.

<sup>7</sup> (□) Sulla commistione tra regolazione in senso proprio, concorrenza e antitrust, in particolare cfr. Prosperetti L., *I rapporti tra regolazione e tutela della concorrenza – Teoria economica ed esperienze recenti*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 2002.

<sup>8</sup> (□) Il riferimento è al fenomeno dell' "arretramento" dello Stato dai profili di gestione, diretta e indiretta dell'economia, per un attiva crescita degli interventi di regolamentazione. E' il declino dello *Stato gestore* che ha riproposto con forza il ruolo dello *Stato regolatore*.

Questa circostanza apre la strada alla seconda tipologia di intervento, quella della regolamentazione sociale.

Questa forma di regolamentazione mira a preservare la sicurezza dei consumatori di merci e di servizi in tutti quei contesti il cui controllo diretto sarebbe eccessivamente oneroso o impossibile. In tale ipotesi, la presenza di imperfezioni di mercato ostacola la normale circolazione delle informazioni, rendendo irrazionale il comportamento dei singoli operatori, per la cui tutela si rende necessaria l'introduzione di obblighi e di limitazioni alle imprese del settore.

Tuttavia, anche questa forma di intervento, presenta una serie di effetti collaterali, come la possibilità del rischio della creazione di *'un mercato politico della regolamentazione'*, al cui interno politici e burocrati, orientati rispettivamente verso la massimizzazione del consenso e del budget di spesa, cerchino di estendere i controlli ad aree sempre più ampie del sistema economico (<sup>9</sup>).

Spostando l'attenzione dalle logiche alle forme della regolamentazione, è evidente che esse siano differenziate in funzione delle finalità che i pubblici poteri intendono conseguire. La regolamentazione economica ricorre a strumenti di carattere impositivo (definizione esogena dei prezzi, controlli

---

Se il primo mirava a sostituirsi, almeno per determinati aspetti, al sistema di libero mercato, per favorirne la crescita o modificare gli esiti redistributivi, lo Stato regolatore parte, invece, dall'accettazione dei meccanismi di mercato e mira più semplicemente a correggerne le imperfezioni che potrebbero determinare esiti economicamente inefficienti.

<sup>9</sup> (□) Buchanan J. M. e Tullock G., *The Calculus of Consent*, University of Michigan Press, Ann Arbor, 1962, non assegnano alla regolamentazione alcuna funzione sociale, perchè diventa strumento dei politici che hanno interesse a finanziare prioritariamente e/o a condizioni migliori le imprese "amiche" o perché l'industria bancaria o un suo segmento usano la regolazione per accrescere il suo potere e/o il suo profitto con danno per il resto della società (Rajan R. G. e Zingales L., *Salvare il Capitalismo dai Capitalisti*, Einaudi, Torino, 2004).

all'industria) ovvero repressivo (vigilanza, legislazioni antitrust). La regolamentazione sociale si avvale, al contrario, di strumenti finalizzati alla definizione di modelli di comportamento in relazione agli interessi da proteggere.

La regolamentazione del sistema finanziario, inizialmente caratterizzata da forme di controllo, decisamente orientate a indirizzare il mercato, ha recepito progressivamente le modalità di intervento della regolamentazione sociale attraverso il ridimensionamento degli strumenti di carattere strutturale e l'adozione di un approccio più liberista e collaborativi nei confronti degli intermediari.

La consapevolezza, così acquisita circa le difficoltà manifestate dalle autorità di vigilanza nell'eliminazione dell'instabilità, insieme alle pressioni esercitate degli operatori per riconquistare i margini di discrezionalità, ha reso ineludibile il passaggio della regolamentazione finanziaria dalla logica economica a quella sociale. La coesistenza dei due modelli, che continuano a combinarsi e a influenzarsi, lascia aperto un problema di ottimizzazione dell'intervento statale nella definizione delle regole del gioco che i *player*, nazionali e non, devono rispettare.

## 1.2. La *ratio* della regolamentazione finanziaria

La regolamentazione del sistema finanziario <sup>(10)</sup> è un importante capitolo del più ampio tema del controllo pubblico dell'economia.

---

<sup>10</sup> (□) La nozione di “regolamentazione del sistema finanziario” (o regolazione) è intesa qui in senso ampio, cioè non limitata ai poteri attribuiti agli organi di governo o alle autorità di controllo. Essa include la variegata tipologia dei poteri conformativi del diritto d'impresa che costituiscono lo strumentario del nuovo diritto pubblico dell'economia che si ispira al modello della “*regulation*” anglosassone.

Il fondamento teorico dell'intervento pubblico si basa tradizionalmente sull'esigenza di rimediare a imperfezioni del mercato e a problemi riguardanti la distribuzione ottimale delle risorse disponibili.

Le specificità della regolamentazione finanziaria e degli operatori che svolgono questa funzione giustificano l'esistenza di un sistema di controlli più ampio di quello che concerne altre forme di attività economica <sup>(11)</sup>. Al di là delle interpretazioni discrezionali e delle scelte strutturali, e, secondo che si prediliga o meno la validità del principio del c.d. libero mercato, si può osservare la presenza di articolati sistemi di regolamentazione e di vigilanza. Gli stessi si rivolgono poi, con intensità e metodi variamente dosati, ai diversi livelli dell'attività finanziaria: ai mercati innanzitutto, agli intermediari finanziari per diretta conseguenza e agli operatori non finanziari.

In questo senso, le ragioni della vigilanza sul sistema finanziario sono molteplici, e sembrano trovare comune denominatore nella considerazione della presenza di particolari forme di *fallimenti del mercato* <sup>(12)</sup> nel settore del credito e della finanza.

---

Sui confini mobili del concetto di regolazione cfr. Giani L., *Attività amministrativa e regolazione di sistema*, Torino, 2002; per la distinzione tra regolazione in senso forte e in senso debole Frego Luppi S., *L'amministrazione regolatrice*, Torino, 1999 e Antonioli M., *Mercato e Regolazione*, Milano, 2001.

<sup>11</sup> (□) La regolazione delle attività finanziarie si caratterizza per la prevalente finalità specifica: la correzione delle imperfezioni dei processi spontanei di mercato che, risultando inefficienti, determinerebbero una perdita di benessere per la collettività. Questo implica un ribaltamento del processo valutativo alla base dell'intervento pubblico: non più un giudizio di valore sulla desiderabilità politica di un determinato assetto socio-economico, ma una valutazione sull'efficienza economica dei processi di mercato.

<sup>12</sup> (□) Come osservato (Padoa - Schioppa T., *Il governo dell'economia*, Bologna, 1997), l'espressione *fallimento del mercato* è una traduzione infelice del termine di origine anglosassone *market failer*, che sta per "insuccesso, cattiva riuscita, insufficienza, non per fallimento o bancarotta". In realtà, l'espressione in questione, invalsa nel lessico degli economisti, trasferita in ambito giuridico deve essere intesa, in modo più rigoroso, come *fallimento del diritto privato*, cioè come incapacità del diritto comune di farsi carico, in certe situazioni, della tutela degli interessi pubblici

I presupposti teorici, alla base della regolamentazione del sistema finanziario, possono così essere sintetizzati nelle esigenze di:

- protezione dei consumatori dei servizi finanziari;
- controllo degli aggregati monetari e creditizi e dei relativi prezzi;
- definizione dell'assetto competitivo ottimale;

### 1.3. La Scelta dei Servizi da Regolare

A differenza dell'analisi economica, il dibattito politico sulla regolamentazione finanziaria tende a esprimersi, anziché in termini di "efficienza", in termini di "tutela del risparmio", intesa cioè come l'esigenza di attrarre il risparmio di massa verso gli impieghi produttivi, e con la sottesa esigenza, di un livello di tutela "*superiore*" a quello che potrebbe essere garantito dal libero gioco del mercato. In termini economici, questo equivale a dire che il mercato finanziario, non sembra capace di raggiungere, un livello giuridicamente accettabile di tutela del contraente debole o, anche, che non è politicamente accettabile che il perseguimento dell'efficienza si manifesti attraverso una concorrenza tra intermediari tale da ingenerare crisi di stabilità.

---

che possono essere direttamente o indirettamente lesi dallo svolgimento delle attività e delle transazioni private. In siffatte situazioni si giustificano interventi di regolazione, i quali in gran parte coincidono con l'attribuzioni ad autorità pubbliche dei tradizionali poteri di tipo amministrativo (autorizzazioni, sanzioni amministrative, istituzioni di albi e registri, ecc.). Sui rapporti tra mercato, insufficienze del diritto comune e strumentario degli interventi di carattere amministrativo cfr. Ogus A., *Regulation – Legal Form and Economic Theory*, Oxford, 1994.

Le scelte politiche che riguardano tale argomento sono complesse e introducono la necessità di accettare dei *“trade off”* tra l’efficienza dei mercati, e la necessità di assicurare ai risparmiatori un certo grado di tutela nei rapporti con gli intermediari.

Il processo di regolamentazione dei mercati finanziari è comunque simile a quello dei mercati degli altri beni: inizia con una fase di individuazione dei beni/servizi/attività di cui si vuole *“correggere”* il mercato, prosegue con la loro definizione formale e, infine si esplica attraverso l’intervento di regolazione del mercato. Ed è proprio, il primo momento, connesso alla scelta dei servizi da regolare che si inserisce nel quadro dei processi di intervento pubblico: l’individuazione e, di seguito, l’attivazione, nell’ambito della grande varietà delle attività finanziarie, di quelle attività che si ritiene, in un dato momento, concretamente *“utile”* sottoporre a regolazione.

Ciò significa che ogni scelta di regolazione è storicamente caratterizzata e che, il numero e la tipologia delle attività finanziarie regolate è il riflesso della evoluzione del singolo sistema finanziario. La regolazione finanziaria, poi, come tutti i processi di intervento pubblico, è peraltro caratterizzata da discontinuità, da ritardi tra manifestazione del fenomeno e intervento regolatore, e dalla tendenza delle autorità a reagire alle pressioni esterne nel caso di reclamo dell’intervento da parte delle opinioni pubbliche.

Non deve stupire così che la scelta delle attività regolate nei vari paesi, e anche e soprattutto a livello europeo, sia piuttosto disomogeneo.

Ad un primo livello di scelta regolatrice ci si concentrerà sui servizi finanziari per le famiglie. Questo atteggiamento è il più facilmente collegabile con lo scopo di regolare i servizi finanziari in nome della tutela del risparmio delle famiglie (servizi di deposito bancario, di assicurazione, di negoziazione di titoli).

Ad un successivo stadio della regolazione, si troveranno paesi che preoccupati principalmente della stabilità degli intermediari, useranno come base regolamentare alle figure tipiche degli intermediari finanziari (regolazione delle attività bancarie, delle attività assicurative, delle attività di gestione di portafoglio).

Ad un più avanzato livello di regolazione, si troveranno infine, quei paesi che tendono a superare la regolazione basata su grandi categorie tradizionali e che cercano di regolare tutte le attività finanziarie a prescindere dai loro destinatari o dai loro produttori (regolazione di attività di leasing, di servizi di pagamento, di intermediazione).

L'attività di individuazione e di regolazione è inoltre continuamente "stimolata" dalle "evoluzione" della domanda e, soprattutto, dall'offerta dei servizi medesimi.

Inoltre, recentemente, ed questione di corrente dibattito, si è manifestata un'altra ragione di evoluzione della regolazione, costituita dalla necessità di armonizzazione internazionale; essa è finalizzata alla formazione di aree aperte, come il mercato unico europeo, o a limitare i pericoli di competizione tra ordinamenti.

#### 1.4. La protezione dei consumatori dei servizi finanziari

La tutela dei consumatori dei servizi finanziari, riconducibile al modello di regolamentazione sociale, ha suscitato dibattiti di vasta portata, che si sono concentrati sulle motivazioni della protezione, sulla definizione delle categorie più meritevoli e sulle forme di erogazione della stessa.

Con riferimento al primo punto è necessario chiarire, in via preventiva, quali siano le ragioni che rendono inapplicabile il principio del cd. "*caveat emptor*" (il controllo diretto nell'interesse della controparte acquirente). Se i mercati



finanziari rispettassero le ipotesi di perfetto funzionamento, l'ottimale allocazione delle risorse sarebbe garantita dall'azione delle forze di mercato e qualsiasi intervento regolamentare esterno produrrebbe esclusivamente distorsioni competitive.

Secondo tale approccio, la regolamentazione potrebbe essere minimale, secondo criteri di *self-regulation*, corrispondendo così ad una estrema fiducia nell'ottimalità sociale del risultato del libero dispiegarsi delle forze di mercato. È il cd. *free banking*, per i sostenitori del quale maggiore utilità risiede nella superiore capacità del mercato di realizzare autonomamente la combinazione ottimale efficienza/stabilità (da sempre un trade-off) e, di converso, minore convenienza spinge al sostenimento di costi diretti ed indiretti dei controlli. Questi ultimi, peraltro, sarebbero stimati superiori ai vantaggi, e comporterebbero in ogni caso fenomeni di *moral hazard* <sup>(13)</sup> e di *adverse selection* <sup>(14)</sup> a favore di istituzioni più rischiose e meno efficienti.

Analogamente, secondo l'ipotesi di perfezione del mercato, non troverebbe spazio alcuna argomentazione a favore dell'esistenza degli intermediari finanziari, ovvero di qualunque teoria dell'intermediazione finanziaria. Infatti, se si muove dall'assunto che gli scambi siano perfettamente razionali e che tutti dispongono della stessa informazione o di informazione totale, che l'esito

---

<sup>13</sup>(□) È letteralmente il fenomeno del "rischio morale", che determina l'allocazione inefficiente delle risorse e dà luogo ad esternalità, riducendo il benessere sociale. Strettamente connesso alla teoria dell'informazione e al verificarsi di situazioni tipiche di *adverse selection*.

<sup>14</sup>(□) Studiata tipicamente nella letteratura microeconomica, è il fenomeno economico originato da asimmetrie informative nella stipulazione dei contratti. Determina forme di imperfezione dei mercati, invalidando i risultati della c.d. economia del benessere e compromettendo l'equilibrio concorrenziale. Nell'economia dell'informazione appare come un particolare esempio di fenomeno generale noto con il termine anglosassone di *lemon principle* (principio del bidone). Sui problemi dell'informazione asimmetrica e sulla risposta delle autorità attraverso la regolazione Freixas X. E Santomero, *An overall perspective on banking regulation*, in *Working paper*, n. 664, febrero, Universitat Pompeu Fabra, Barcellona.

dello scambio non sia condizionato dall'incertezza e che infine lo scambio non comporti per le parti alcun costo di transazione, la conclusione sarebbe che il mercato non necessita di alcun intervento regolatore.

Tuttavia una simile visione dei sistemi finanziari è sistematicamente smentita dal verificarsi di una serie di fallimenti del mercato che costituiscono la principale giustificazione della regolamentazione:

*A) Asimmetria informativa e comportamento opportunistico*

Nel contesto di ogni scambio finanziario si evidenzia come gli operatori che effettuano gli scambi dispongono di informazione limitata o incompleta in merito all'esito finale dello scambio ( il giudizio rischio-rendimento). Tale situazione di inadeguatezza dell'informazione, peraltro, riguarda sia la sua quantità (quantità di conoscenza domandata ed offerta, quantità di stock disponibile), sia la sua qualità (attendibilità e incertezza della fonte e dell'oggetto). Il rapporto fra i potenziali scambisti - condizioni oggettive e soggettive comprese - è perciò strutturalmente caratterizzato da una situazione di asimmetria informativa a svantaggio originario di un investitore rispetto ad un altro. Questo stesso, inoltre, subisce il rischio del cd. comportamento opportunistico (moral hazard) della controparte, che è in grado di sfruttare la propria condizione di superiorità informativa. Il quadro delineato riguarda la decisione di investire, per cui si parla di asimmetria informativa *ex ante* e di comportamento opportunistico pre-contrattuale, responsabili di procurare un volume di scambi inferiore a quello che si potrebbe realizzare, per incompletezza dell'informazione potenzialmente «scambiabile».

A ciò si aggiunga che l'asimmetria informativa esiste anche *ex-post*: si mantiene e permane ossia per l'intera durata del rapporto. Tale situazione è ravvisabile come fattore di blocco e di ostacolo allo scambio finanziario: agisce, così, il perverso meccanismo della selezione avversa ( adverse selection), avversa in

quanto estromette progressivamente dal mercato le attività finanziarie di migliore qualità, cioè quelle meno rischiose, di fatto portando la media delle combinazioni rischio-rendimento verso le soglie più speculative.

Di qui la necessità di regolamentare le azioni e i processi produttivi degli attori della domanda e dell'offerta, ed i loro meccanismi di scambio nei mercati. In tal senso, dunque, regolamentare il sistema finanziario significa, a ragione, spiegarne e fondarne l'esistenza stessa.

### *B) La divergenza delle preferenze negli scambi*

Un ulteriore argomentazione a difesa della presenza di intermediari finanziari controllati e agenti in un mercato regolamentato è la divergenza (ineliminabile) tra le preferenze. Ogni scambio per sua natura razionale riflette sistematicamente le aspettative dei soggetti che lo intraprendono. Tali aspettative, a loro volta, derivano dalla propensione personale al rischio, sempre assumendo sufficiente la quantità di informazioni disponibile per entrambi. In tal senso, si dice che tale fattore di imperfezione determina la cd. «non fattibilità» dello scambio. Tale assunto sembra verificarsi quasi istituzionalmente nella realtà, quale fattore endogeno al sistema finanziario stesso, laddove generalmente la composizione delle propensioni caratterizzanti l'offerta esprime una propensione al rischio e alla liquidità rispettivamente minore e maggiore al rischio ed alla scadenza riflesse dalle preferenze e dalle condizioni soggettive della domanda. In tal senso, la «non fattibilità» comporta il rischio di realizzare un volume di scambi inferiore al bisogno complessivo, limitando la competitività e lo spessore del mercato di riferimento.

### *C) La razionalità limitata*

La teoria muove dall'ipotesi di razionalità di coloro che effettuano gli scambi. Tuttavia, il comportamento concreto dei soggetti non è completamente

razionale, poiché in larga misura dipende ed è condizionato dall'imperfezione e dall'incompletezza dei modelli decisionali utilizzati. I responsabili di tali scelte in genere non dispongono di modelli di adeguata conoscenza delle variabili rilevanti (e al limite ciò vale anche per le cd. «mani forti», i grandi intermediari e le grandi istituzioni; in ogni caso, questi ultimi mantengono istituzionalmente, alla luce di quanto fin qui affermato, un vantaggio netto rispetto ai normali investitori). L'uso di modelli anche complessi resta quindi, per grandi categorie di investitori, sistematicamente semplificato, standardizzato, se non approssimativo.

#### *D) I costi di transazione*

Il naturale risultato dei fattori di incompletezza e di imperfezione del mercato è il sostenimento dei c.d. costi «di transazione». Questi rappresentano l'insieme degli oneri che il soggetto sostiene, o che è disposto a sostenere per effettuare e gestire le proprie decisioni di investimento e di scambio.

In un mercato perfetto, in cui gli attori della domanda e dell'offerta sono completamente razionali, informati e non esposti al rischio, l'ipotesi di assenza di costi di transazione è coerente.

Tuttavia, la considerazione, appunto, di informativa limitata, di razionalità limitata e di incertezza spiega la presenza di:

- costi di ricerca delle opportunità di scambio;
- costi di ricerca/acquisto delle informazioni;
- costi di valutazione/selezione dei rischi;
- costi di esecuzione dello scambio;
- costi di gestione dello scambio, tra cui sempre più rilevanti sono quelli di stretta derivazione dell'intermediario prescelto, il quale a volte prevede anche costi di ingresso e di uscita.

L'incidenza di tali costi dipende largamente dalle condizioni di limite di informazione e di limite di razionalità del soggetto considerato poiché, ipoteticamente, un soggetto informato e razionale può internalizzare in parte rilevante tali costi, mentre un soggetto scarsamente informato e limitatamente razionale deve necessariamente esternalizzare i processi che danno luogo a tali costi, sostenendo quindi maggiori oneri.

In ogni caso, i costi di transazione possono determinare la non convenienza degli scambi, riducendone il rendimento netto o aumentandone il costo netto. In tal senso, contribuendo a ridurre potenzialmente il volume degli scambi convenienti (e quindi fattibili), costituiscono un fattore importante di incompletezza e di imperfezione del mercato.

## CAPITOLO 2

### OBIETTIVI E MODELLI DELLA REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA

#### 2. Profili generali di intervento

Come accennato, il fondamento teorico tradizionale della regolamentazione in campo economico si fonda sull'esigenza di rimediare ai cosiddetti «fallimenti del mercato»<sup>(15)</sup>, che non consentono il raggiungimento di condizioni efficienti nell'impiego delle risorse, e sul duplice obiettivo di assicurare la stabilità macroeconomica e perseguire un'equa distribuzione delle risorse<sup>(16)</sup>.

---

<sup>15</sup> (□) Nella teoria economica il parametro assunto per l'individuazione dei casi di *market failure*, e, per la definizione di interventi correttivi, tra i quali assume centrale rilevanza la *regulation*, è il modello della concorrenza perfetta.

<sup>16</sup>(□) Sinteticamente, e allo scopo di introdurre elementi che saranno ripresi, è utile riassumere brevemente, secondo la diffusa classificazione di White. Diverse categorie di fallimenti del mercato sono riscontrabili: - *market power* (monopolio o oligopolio) a causa di collusioni esplicite o implicite, fusioni e acquisizioni, condizioni tecnologiche che limitano il numero di imprese presenti sul mercato, regolamentazioni; - *economie di scala* (nei mercati dei capitali, in linea di principio, a maggiori volumi di transazioni sono associati minori costi di transazione e spread ridotti); - *esternalità positive e negative* (“bank run”, effetti domino, crisi di fiducia); - *incertezza e assenza di perfetta informazione* (in presenza di rischio, individui “risk adverse” possono intraprendere azioni costose per diminuire il rischio); - *asimmetrie informative nei casi in cui esista maggiore informazione da parte di uno solo dei soggetti interessati ad una transazione* (si pensi agli emittenti di prodotti finanziari rispetto agli acquirenti); - *incapacità di alcuni soggetti di compiere azioni nel loro interesse, vista la complessità tecnica delle stesse* (si pensi al problema del risparmio consapevole e inconsapevole). Campbell, analogamente, sottolinea inoltre le *esternalità negative del rischio sistemico e quelle positive dell'innovazione finanziaria*, e aggiunge altre cause della regolamentazione in campo finanziario: \* *il moral hazard* dovuto ai sistemi di indennizzo ex-post (assicurazioni sui depositi e fondi di garanzia) che incentiva gli investitori a non «monitorare» gli intermediari, e che rende quindi necessario un loro controllo; \* *il problema delle entrate fiscali che incentiva la regolamentazione degli intermediari, come nel caso del «signoraggio» dovuto alla riserva obbligatoria, che per essere efficiente deve essere accompagnato da una regolamentazione che incentivi o obblighi le banche a detenere riserve o limiti la competizione verso le*

In generale, peraltro, possono esistere anche fallimenti della regolamentazione a causa di ulteriori ragioni, come rileva ancora White <sup>(17)</sup>:

- difficoltà nel formulare obiettivi chiari ed effettivamente realizzabili, poiché il perseguimento di obiettivi generici provoca inefficienze e comportamenti soggettivi, spesso arbitrari;
- assenza o scarsità di incentivi, in quanto la mancanza dell'obiettivo della massimizzazione del profitto e l'impossibilità di fallimento possono causare una scarsa motivazione dell'apparato burocratico dei regolatori, anche per la difficoltà di incentivare, con salari correlati alla performance, i lavoratori, che possono tendere a massimizzare il prestigio e la sicurezza della propria mansione piuttosto che il più ampio interesse pubblico (che si suppone essere la missione dell'agenzia di regolamentazione);
- difficoltà gestionali dovute all'apparato burocratico e alla struttura salariale maggiormente appiattita rispetto al settore privato, cosicché gli incarichi di livello basso sono sovraremunerati (rispetto agli equivalenti del settore privato), e quelli di livello elevato, ad esclusione del top management, sono sottoremunerati;
- incapacità di gestire i flussi informativi, cosicché regolamentazioni che impongono oneri informativi su soggetti esterni sono scarsamente utilizzate generando costi sociali maggiori dei benefici e, al limite, asimmetrie informative de facto;

---

banche da parte di regolamentazione è quello di proteggere il potere di mercato delle istituzioni finanziarie nazionali, i cui interessi sono rappresentati dai regolatori. Per una analisi più approfondita, White L., *International regulation of securities markets: competition or harmonization?* e 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.

<sup>17</sup>(□) Si rimanda a Onado M., *Objectives of banking regulation: the trade – off between efficiency and stability*, in *Uk Banking Supervision*, a cura di Gardener E., London, Allen & Unwin, 198 e Forestieri G., *Economies of scale and scope in the financial services industry: A review of recent literature*, Milano, Università Bocconi, 1992.

- comportamenti cd. *rent-seeking* che possono arrivare fino alla «cattura» del regolatore <sup>(18)</sup>.

White definisce la regolamentazione come ogni intervento a carattere non fiscale che influisca sull'operatività del settore privato, distinguendo tre tipi di regolamentazione:

- a. Economic Regulation: che riguarda limitazioni su prezzi, profitti, ingresso e/o uscita da un mercato o da un'attività economica;
- b. Health-Safety-Environment (H-S-E) Regulation, che riguarda direttamente i processi produttivi delle imprese, i loro prodotti e la loro qualità;
- c. Information Regulation, che riguarda i requisiti informativi che l'offerta deve diffondere, per assicurarsi lo svolgimento della propria attività, la continuazione della stessa, la sicurezza di partecipazione al sistema.

---

<sup>18</sup> (□) Nella teoria normativa o dell'interesse privato della *regulation* e' il fenomeno economico che discende dalla "vicinanza" tra soggetto regolatore e soggetto controllato, che impedisce al primo, in molti casi sprovvisto di conoscenze e strutture idonee, a esercitare le funzioni ispettive di indirizzo e di controllo attribuite formalmente dalla legge. Al rischio di cattura dovuto alla vicinanza tra controllato e controllore si può verificare una sorta di inversione dei ruoli, assistendo a una vera e propria sostituzione di fatto del primo da parte del secondo. Per tutti cfr. Stigler G.J., *A Theory of Regulation*, in *Bell Journal of Economics and Management Sciences*, vol.6, n.2, 1971. Rilevante è , ancora, il fenomeno ben più complesso dell' *iron triangle* (ma l'espressione è qui usata in un senso ben diverso da quello noto all' esperienza americana), costituito dalla comunione di interessi tra uno o più regolati e uno dei regolatori, contro altri soggetti regolati e altro soggetto regolatore. I regolati sfruttano le opportunità offerte dall'esistenza di più organi di regolazione, e anche tra questi ultimi si stabilisce un rapporto particolare, di conflitto, innescato proprio dall' "alleanza" tra uno o più soggetti regolati e soggetto regolatore. Sulla teoria della cattura, cfr. per tutti, La Spina A. – Majone G., *Lo Stato regolatore*, *op.cit.*, Ogus A., *op.cit.* e Borzel T.A., *Le reti di attori pubblici e privati nella regolazione europea*, in *Stato e Mercato*, n. 54, Dicembre 1998.



## 2.1. Regolamentazione finanziaria: Gli Obiettivi della Vigilanza

Si è detto delle cause e delle motivazioni che risiedono alla base della regolamentazione. Infatti, vi è stretta interconnessione e somiglianza con gli obiettivi stessi della regolamentazione. La comunanza di significato è però in tanto ravvisabile in quanto la diversità di approccio al problema deve condurre ad altre considerazioni.

L'analisi degli obiettivi è, infatti, primariamente necessaria alla comprensione dei modelli e delle tipologie di vigilanza, e, secondariamente, benché il discorso fin qui affrontato ne abbia inizialmente approfondito la spiegazione, utile alla spiegazione delle cause stesse della regolamentazione.

Un primo obiettivo della regolamentazione in campo finanziario viene individuato nel perseguimento della stabilità sia macroeconomica che microeconomica (la stabilità propria degli intermediari finanziari). Il controllo della macro-stabilità equivale al controllo del rischio sistemico <sup>(19)</sup>, finalizzato ad evitare la possibilità di un diffondersi contagioso di perdite tra istituzioni finanziarie che metta a repentaglio l'economia reale.

A ciò contribuiscono i macro controlli sui mercati finanziari (valute, tassi di interesse, aggregati monetari, strumenti finanziari e prodotti derivati), sulla vigilanza dei sistemi di pagamento, la gestione della moneta e sui sistemi di clearing e di settlement, ma anche i controlli diretti di stabilità sugli intermediari finanziari, incluso lo strumento del credito di ultima istanza <sup>(20)</sup>.

Le misure di controllo della micro-stabilità degli intermediari sono quelle generali della regolamentazione di stabilità verso attività imprenditoriali e di

---

<sup>19</sup> (□) Sull' esigenza di una struttura di vigilanza articolata per le istituzioni finanziarie per meglio fuggire "l'ipotesi di fragilità finanziaria" portatrice di un' elevata possibilità di rischio sistemico cfr. De Bandt O. e Hartmann P., *Systemic risk: a survey*, in *CEPR Discussion Paper*, n.2634, London.

<sup>20</sup>(□) Nei paesi dell' Unione europea questi compiti sono attribuiti al sistema delle banche centrali.

intermediazione <sup>(21)</sup>, quali i requisiti di capitale minimo, da soddisfare durante tutta la vita degli intermediari, le limitazioni all'indebitamento, i requisiti di solidità patrimoniale e di onorabilità.

In realtà, gli intermediari finanziari sono regolati in modo più capillare per due motivi fondamentali: in ragione della funzione di allocazione del risparmio nell'economia reale, e in ragione del fatto che tale risparmio può provenire da soggetti che necessitano di particolare tutela.

Da queste osservazioni discende in primis la ratio che, tradizionalmente, giustifica la vigilanza sugli intermediari finanziari in generale e sulle banche in particolare. Queste ultime, infatti, sono intermediari «speciali» perché concedono prestiti ed emettono passività a vista con valore certo: il loro passivo, dunque, è per natura molto più liquido del loro attivo per la particolare combinazione tra attività di bilancio generalmente non negoziabili e passività monetarie. Se è vero che anche altri intermediari concedono prestiti, sia pure sotto altra forma, solo le banche emettono passività a vista con valore nominale certo. Una crisi di fiducia da parte dei depositanti può precipitare in una fuga bancaria, c.d. *bank run*, anche se in maniera ingiustificata.

L'interconnessione tra la solvibilità delle banche e il grado di fiducia nel sistema, dettata dall'incidenza dei depositi interbancari nel loro bilancio e dalla «reputazione globale» che i depositanti attribuiscono al sistema, può far sì che un bank run, pur avviatosi nei confronti di singoli intermediari, comporti un «rischio di contagio», ampliandosi attraverso un «effetto domino» e mettendo in crisi l'intero sistema bancario <sup>(22)</sup>.

---

<sup>21</sup>(□) I controlli di regolamentazione sulla micro-stabilità, inclusa la vigilanza sulle banche, restano di competenza delle autorità nazionali; nella stragrande maggioranza dei paesi sono affidate ad autorità specializzate diverse dalle banche centrali. Per ulteriori approfondimenti, cfr. tabella in appendice.

<sup>22</sup>(□) Il riferimento è al concetto di «reputazione globale» dei regolatori indipendenti,

Questo quadro potenziale di fragilità rende sostenibile, come detto, l'opportunità, se non la necessità, di un intervento pubblico a tutela della stabilità del sistema.

Analogo ragionamento potrebbe essere esteso anche agli intermediari non bancari, (assicurazioni e valori mobiliari) per i quali ovviamente non vi è pericolo di «fuga dai depositi», anche se l'improvviso subentrare della sfiducia nel mercato può disequilibrarne radicalmente la gestione; così, anche in borsa piuttosto che in un mercato primario, una crisi di fiducia potrebbe compromettere la liquidità dei titoli.

Tuttavia, *“...] pur in presenza di una regolamentazione eccessiva, intesa sia come moltiplicazione delle tipologie di intermediari, sia come strutturazione dei vincoli e dei controlli, restano da individuare criteri validi per decidere quando è opportuno regolamentare un intermediario finanziario non bancario e sottoporlo a vigilanza [...]. Si può far riferimento ai seguenti tre principi non mutualmente esclusivi:*

*a) quando l'intermediario emette una passività che è un sostituto quasi perfetto della moneta bancaria o del deposito;*

*b) quando all'intermediario sia concesso di emettere passività oltre il limite del capitale, derogando alla norma generale che vuole le obbligazioni non superiori, in valore nominale, alle azioni;*

*c) quando l'intermediario ha una rilevanza sociale particolarmente degna di tutela” (23).*

---

come più ampio e determinante tema della «legittimazione, reputazione e credibilità» delle stesse authorities..

<sup>23</sup>(□) Sarcinelli M., Audizione per la Indagine conoscitiva sull'intermediazione finanziaria non bancaria., Senato della Repubblica Italiana, 1986.

La regolamentazione e l'attività di vigilanza, quando si è in presenza di intermediari in senso tecnico - vale a dire di operatori che «trasformano» rischi - assumono un carattere «prudenziale», volto a ridurre l'assunzione dei rischi potenziali al fine di garantire condizioni strutturali di stabilità del sistema.

Un secondo obiettivo della regolamentazione in campo finanziario è connesso, come accennato, a quello più generale dell'equità nella distribuzione delle risorse.

Nell'ambito dei mercati finanziari, questo obiettivo si traduce nella ricerca di «equità nella distribuzione del bene informazione» tra i diversi operatori.

Tale obiettivo viene perseguito attraverso l'imposizione di regole di trasparenza sul mercato e sugli intermediari: a livello macro, attraverso regole che impongono parità di trattamento (ad esempio la disciplina per i takeover e le offerte pubbliche di vendita e di scambio) e di diffusione delle informazioni (insider trading, manipolazione e, più in generale, le norme che sovrintendono alla microstruttura dei mercati, finalizzate a efficienti meccanismi di formazione dei prezzi delle attività finanziarie); a livello micro, attraverso regole di non discriminazione nei rapporti tra intermediari finanziari e categorie diverse di clienti (norme di comportamento e trasparenza) <sup>(24)</sup>.

Il terzo obiettivo della regolamentazione del mercato finanziario, riconducibile all'obiettivo più generale dell'efficienza, è costituito, come visto in precedenza,

---

<sup>24</sup>(□) Di Noia C. e Micossi S., *Come riordinare i controlli*, Documenti, in *www.Lavoce.info*, Dicembre 2003, fanno riferimento all'inclusione “di obblighi d'informazione sulle emissioni e gli emittenti quotati, regole per la tutela dell'integrità del mercato e per la parità di trattamento (insider trading, offerte pubbliche, eccetera) e regole sul comportamento degli intermediari (tra cui sono di particolare rilievo i doveri fiduciari verso i clienti)”. Affermando che le funzioni in questione “sono tipicamente affidate ad autorità specializzate, talora coincidenti con quelle di sorveglianza sulla micro-stabilità, talora separate”;

dalla tutela e difesa della concorrenza nel settore dell'intermediazione <sup>(25)</sup>, attraverso regole antitrust in materia di concentrazioni, intese e posizioni dominanti, non solo tra intermediari finanziari, ma anche, con riferimento al segmento mobiliare, tra mercati organizzati <sup>(26)</sup>. Una motivazione spesso addotta per sostenere controlli specifici sull'intermediazione finanziaria riguarda infatti le «forme» che la concorrenza può assumere proprio in campo finanziario.

## 2.2. Dalle Teorie sull'Intermediazione alle Teorie Regolamentari

Le teorie sull'intermediazione, in relazione alle modalità teoriche ed effettive di regolamentazione degli intermediari finanziari, possono essere suddivise in quattro filoni principali.

Le teorie classiche <sup>(27)</sup> presuppongono regolamentazioni che controllino l'importanza degli intermediari bancari e finanziari attraverso una serie di istituti: leggi antitrust e, all'estremo, nazionalizzazioni; limitazioni territoriali e vincoli sulle attività; dal lato del passivo, requisiti di capitale e assicurazione dei depositi.

---

<sup>25</sup> (□) I primi due obiettivi sono connessi all'esigenza di tutela di interessi protetti direttamente o indirettamente dalle costituzioni dei Paesi occidentali. Per gli Stati membri dell'Unione europea, si impone per effetto di uno specifico obbligo posto dal trattato istitutivo della Comunità europea. Al riguardo, va ricordato che la Commissione europea, con l'avallo della Corte di Giustizia, ha affermato la piena applicabilità ai mercati finanziari delle norme generali sulla concorrenza contenute negli articoli 81 e 82 del Trattato CE. Sotto il profilo organizzativo, si può rilevare che per il perseguimento degli obiettivi sopra indicati ciascun ordinamento ha stabilito un assetto istituzionale differenziato che, tuttavia, può essere di norma ricondotto ad un modello generale ovvero ad una combinazione di modelli.

<sup>26</sup> (□) Concorrenza, di solito affidata ad autorità specializzate e non di settore.

<sup>27</sup>(□) Vedi Marotta e Pittaluga G.B., *La teoria degli intermediari bancari*, Bologna, Il Mulino, 1993, in cui vengono studiate e riprese le teorie esposte in Santomero A., *The evolving view of banking theory and regulation*, in «*Journal of money, credit and banking*», 1990.

La cd. *new view* si preoccupa della competizione regolamentare tra intermediari (soprattutto) bancari e non, invitando in estrema sintesi ad una parziale *deregulation*, in ossequio ad un credo più esposto verso l'accettazione di concetti appartenenti al cd. *free banking*.

Le teorie basate sulle asimmetrie informative introducono le problematiche della diversa rischiosità degli intermediari e si concretizzano nell'introduzione di una *risk-based regulation*, sia con riferimento ai requisiti di capitale (in particolare è questo l'oggetto delle regolamentazioni proposte dal Comitato di Basilea), sia con riferimento all'assicurazione dei depositi (premi non più costanti, ma *risk-adjusted*).

Le nuove teorie sull'intermediazione descrivono indistintamente gli intermediari finanziari (bancari, mobiliari, assicurativi) come tramite tra unità in surplus e in deficit da un lato e il mercato dall'altro. La loro attività è fondamentalmente quella di *risk management*, e le conseguenze regolamentari, per certi versi in fieri (sebbene alcune esperienze siano già valutabili) <sup>(28)</sup>, sembrano essere quelle di regole omogenee per intermediari soggettivamente diversi e differenziati, ma svolgenti funzioni economiche omogenee, attraverso la verifica di una supervisione orientata per finalità (con tripartizione tra controlli di stabilità, trasparenza e concorrenza), ovvero con accorpamento di tutte le autorità di vigilanza.

Tali «nuove» teorie, sia pure partendo dai fondamenti teorici elaborati nell'ambito dell'approccio dell'economia dell'informazione, giungono tuttavia ad una rilettura quasi radicale dei risultati ottenuti.

L'osservazione della realtà mostra infatti come, nonostante i costi di transazione e le informazioni asimmetriche siano fortemente diminuiti,

---

<sup>28</sup>(□) Il riferimento è all'esperienza inglese, dove nell'esistente Securities and Investments Board (poi ribattezzato Financial Services Authority) sono state concentrate le attribuzioni di altri 8 organismi regolamentari, a partire da tutta l'attività di supervisione bancaria prima spettante alla Banca d'Inghilterra.

l'attività di intermediazione è invece aumentata, a causa, forse, dell'aumento dei costi impliciti di partecipazione al mercato, in quanto i nuovi prodotti e i nuovi meccanismi di mercato, seppur maggiormente trasparenti, rendono necessarie conoscenze tecniche più sofisticate. Tutte le precedenti teorie sembrano allora troppo focalizzate su «funzioni» delle istituzioni finanziarie e su «prodotti e servizi» finanziari che lentamente, ma inesorabilmente, assumono una importanza relativa minore. I mercati finanziari sembrano essere sempre più «mercati di intermediari» (e al limite, mercati per intermediari) che mercati di risparmiatori e di imprese. In sostanza, la natura degli intermediari finanziari (non più solo le banche, ma gli organismi di investimento collettivo del risparmio, le società finanziarie, i fondi pensione) sembra essere quella di soggetti che svolgono attività, come detto, di risk management per conto di soggetti terzi (spesso, dunque, privati e imprese), e che ne diminuiscono i costi di partecipazione al sistema del credito e dell'investimento. Tali motivazioni contribuiscono a costruire relazioni di lungo periodo tra intermediari e clienti, in modo che questi ultimi evitino di sopportare elevati costi di ricerca ex-ante riguardo alle migliori forme di investimento finanziario, ricorrendo piuttosto all'assicurazione implicita fornita loro dagli intermediari in caso di perdite o di rendimenti insoddisfacenti, anche al fine di evitare «perdite reputazionali».

La considerazione unitaria degli intermediari finanziari, bancari e non, è coerente con le teorie che descrivono il superamento dell'ottica istituzionale, ovvero dell'analisi delle istituzioni finanziarie e dei motivi della loro specifica esistenza, e sono invece favorevoli ad un'ottica «funzionale» dell'intero sistema finanziario. A quest'ultimo, dunque, sarebbero affidate diverse funzioni economiche svolte da soggetti di vario tipo, in particolare la redistribuzione del rischio. Non esiste migliore applicazione del concetto all'industria dei servizi finanziari, se non quella di Oldfield: “[...] *la raccolta di fondi di vario tipo, la*

*distribuzione di servizi e prodotti, la consulenza, ecc..., sono attività finanziarie più stabili delle istituzioni che le svolgono.”* <sup>(29)</sup>.

### 2.3. Assetti e Modelli di Controllo

L'analisi dei modelli o degli «approcci» alla regolamentazione e alla vigilanza sul mercato finanziario non sembra trovare una trattazione univoca, né nella teoria, né tantomeno nella prassi. Anche a livello di definizione delle tecniche e dei modelli di regolamentazione, si ravvisano diversità tra gli schemi utilizzati.

Una uniforme classificazione suddivide gli approcci fondamentali alla regolamentazione finanziaria in cinque modelli-tipo. I modelli di vigilanza «istituzionale», «per finalità», «per attività», «accentrata» hanno già trovato applicazione nella disciplina e nella prassi regolamentari.

L'approccio cd. «funzionale», come accennato, rappresenta invece una prospettiva relativamente nuova e teorica, che attualmente gode di stima nelle sedi regolamentari, nella misura in cui, tuttavia, una applicazione concreta di questo approccio dovesse mostrarsi più efficace nel processo di accompagnamento al disegno di strutturazione globale delle attività di vigilanza.

#### 2.3.1. La Vigilanza Istituzionale

Secondo il più tradizionale “approccio istituzionale”- anche denominato “sezionale”, o “per mercati” <sup>(30)</sup> - la vigilanza viene esercitata su ciascuna

---

<sup>29</sup>(□) Oldfield G. e Santomero A.M., *The place of risk management in financial institutions*, in *Wharton Financial Institutions Center Working Paper* n.5, 1995, e Di Noia C. e Piatti L., *Quaderni di Finanza*, n° 30, 1998.



categoria di operatori finanziari ovvero su ciascun mercato, e affidata ad un distinto organo per l'intero complesso delle attività.

In sostanza, in questo modello, seguendo la tradizionale definizione di sistema finanziario e la sua segmentazione in tre mercati, si hanno tre autorità di supervisione, a presidio rispettivamente delle banche, degli intermediari mobiliari e degli Oicr (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio), e delle imprese di assicurazione, ovvero di ciascuno dei tre corrispondenti mercati. Le autorità controllano per competenza gli intermediari e i mercati attraverso meccanismi di selezione all'entrata (ad esempio, autorizzazione all'esercizio e iscrizione a particolari albi o elenchi), monitoraggio costante dell'attività (controlli, ispezioni e sanzioni), eventuali uscite dal mercato (sospensioni e cancellazioni).

Per le sue caratteristiche, la regolamentazione istituzionale facilita il concreto esercizio dei controlli, essendo essi svolti nei confronti di un soggetto regolato in ogni suo aspetto e non già nei confronti del medesimo solo per ciò che attiene allo svolgimento di una data attività ovvero nel rispetto di obiettivi diversi.

Ogni intermediario ha come controparte una sola autorità di vigilanza, che a sua volta può godere di elevate economie di specializzazione. Il risultato è che non si creano duplicazioni nei controlli e i costi della regolamentazione possono risultare particolarmente ridotti.

L'approccio istituzionale sembra essere efficace nei casi di intermediari ad oggetto quasi (se non del tutto) esclusivo, ai quali sia riservato l'esercizio limitato di una sola delle tre macroattività di intermediazione finanziaria.

---

<sup>30</sup>(□) Il modello si richiama propriamente alle "istituzioni", e l'assetto regolamentare che sottende può riferirsi ai soggetti ovvero ai mercati finanziari, nella loro tradizionale tripartizione (bancario, mobiliare, assicurativo).

Di converso, il modello istituzionale può determinare, soprattutto in presenza di più soggetti abilitati a svolgere le stesse attività di intermediazione finanziaria, distorsioni nell'attività di vigilanza dettate dall'applicazione di disposizioni differenti per operazioni della stessa natura eseguite da soggetti diversi <sup>(31)</sup>.

I decisivi svantaggi di tale approccio sono infatti rappresentati dalla tendenza alla «multisetorialità» e alla progressiva de-specializzazione degli intermediari, a loro volta connesse alla crescente integrazione dei mercati e degli strumenti, spesso destinati alla creazione di grandi realtà finanziarie conglomerali <sup>(32)</sup>.

Soprattutto in un contesto in cui i confini tra le varie istituzioni si vanno erodendo in modo progressivo, non è più così agevolmente definibile con certezza se un particolare soggetto sia una banca, un intermediario non bancario ovvero una impresa di assicurazione, o se un gruppo sia in maniera significativa e rilevante appartenente all'una o all'altra tipologia.

Esiste, quindi, il rischio che si creino sistemi «paralleli» di intermediari, resi tali dalle diversità delle rispettive autorità di controllo (e conseguenti fenomeni di

---

<sup>31</sup>(□) Cardia L., *Unità o pluralità delle Autorità nei mercati finanziari?*, in *Le Autorità indipendenti e il buon funzionamento del mercato*, individua i principali vantaggi di questo modello nell'unicità dell'interlocutore sia per il soggetto vigilato che per l'autorità pubblica, nell'elevata specializzazione tecnica e nella minimizzazione degli oneri di vigilanza, le cui informazioni sono concentrati presso un' unica Autorità. Tuttavia, lo stesso autore ammette che: "Man mano che cadono le riserve di attività o che le esigenze di diversificazione portano diversi soggetti a compiere le stesse attività, il modello denuncia il suo principale svantaggio: a parità di attività, le regole gli obiettivi e gli interventi della vigilanza risultano diversi (in alcuni casi addirittura confliggenti), con effetti distorsivi della concorrenza e del grado di tutela del risparmiatore. Inoltre si inducono negli intermediari comportamenti di arbitraggio...e...[...] un ulteriore fenomeno, spesso ricordato dagli studiosi americani, riguarda la "cattura" dell'Autorità che si trova troppo vicina ai soggetti vigilati e che può assumere un atteggiamento quasi corporativo.

<sup>32</sup> (□) Sui problemi di arbitraggio regolamentare del controllo di vigilanza istituzionale (o sezionale), Sarcinelli M., *La vigilanza sul sistema finanziario: obiettivi, assetti e approcci*, in *Moneta e Credito*, n. 227, Settembre 2004, che individua la possibilità di *fuga* degli intermediari verso l'agenzia di vigilanza più favorevole.

arbitraggio. nella scelta della forma giuridica da parte degli intermediari in dipendenza delle diverse norme disciplinanti diversi soggetti), e che l'assetto dei controlli divenga de-stabilizzante in principio, anziché auto-regolatore.

Un altro svantaggio di tale approccio potrebbe discendere dalla circostanza per cui il classico problema della «cattura» dell'agenzia di regolamentazione, da parte del soggetto vigilato, si acuirebbe, in virtù del fatto che la frantumazione della autorità di regolamentazione, ognuna competente solo per mercato o per soggetto, “... finisce poi con il trasformarle senza volerlo in espressione degli stessi interessi particolari del settore rappresentato, quasi organi corporativi del settore, a difesa di ciascun mercato”<sup>(33)</sup>.

Un ulteriore possibile elemento di debolezza di tale modello potrebbe ravvisarsi nel fatto che, qualora una sola autorità che vigili su una categoria di soggetti debba perseguire più obiettivi, il risultato dell'attività di controllo potrebbe non essere efficace nel momento in cui alcuni obiettivi risultino tra di loro «confliggenti», come nel caso classico del trade-off tra stabilità e concorrenza<sup>(34)</sup>.

### 2.3.2. La Vigilanza per Finalità

Il modello della vigilanza “per finalità” rappresenta un secondo approccio già esplicitamente richiamato nella disciplina e nella prassi regolamentare<sup>(35)</sup>.

---

<sup>33</sup>(□) Visentini G., *Spunti di riflessione per il sistema finanziario italiano*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, n. 2/1989.

<sup>34</sup>(□) In linea di principio, è intuitivo come il perseguimento di un obiettivo di stabilità (dei soggetti, dei mercati) incida sulla efficacia dei processi di selezione concorrenziale impliciti nel mercato stesso. La ricerca del primo può infatti rendere meno incisiva l'azione del secondo, e viceversa.

<sup>35</sup>(□) La vigilanza per finalità viene talvolta impropriamente denominata “vigilanza funzionale”, con riguardo agli obiettivi/funzioni della regolamentazione, non dei soggetti/istituzioni vigilati; non va però confusa con il nuovo approccio funzionale, di seguito esaminato.

Esso prevede che gli intermediari ovvero i mercati siano sottoposti al controllo di più autorità, ognuna competente con riferimento a ciascun obiettivo della regolamentazione. In sostanza, ogni autorità dovrebbe presidiare un obiettivo, prescindendo sia dalla forma giuridica.

Degli intermediari finanziari (siano essi banche, intermediari mobiliari o Oicr, o imprese di assicurazione), sia dalle funzioni o attività da essi svolte.

Esteso al mercato finanziario, questo schema prevederebbe:

- una autorità che vigili sulle condizioni di stabilità del mercato e di ciascun intermediario;
- una autorità per la trasparenza del mercato finanziario, che controlli i comportamenti di banche, intermediari mobiliari, Oicr e imprese di assicurazione, sia nei confronti dei clienti, sia nei confronti del mercato complessivamente inteso;
- una terza autorità a garanzia e tutela della concorrenza su tutto il mercato finanziario e tra gli intermediari.

Il fondamentale vantaggio di questo schema risiede nel fatto che, in un contesto di mercati fortemente integrati, con la presenza di operatori polifunzionali e di gruppi conglomerati e multisettoriali, esso può risultare particolarmente efficace, senza richiedere una proliferazione eccessiva di organismi di controllo, pur a fronte di una tripartizione adatta a ridurre significativamente il problema della «cattura».

Rispetto allo schema “istituzionale”, tale modello può peraltro produrre un certo grado di moltiplicazione nei controlli ovvero di assenza vera e propria di controlli. Infatti, l’assegnazione concreta di competenze rispetto a precisi

obiettivi di regolamentazione non è necessariamente univoca e onnicomprensiva <sup>(36)</sup>.

Più in generale, lo schema della regolamentazione per finalità fa sì che la normativa possa essere contenuta in “statuti”, di fatto, separati, ognuno emanato da differenti autorità nazionali, le quali verosimilmente non accompagnano ad un comune intento una comune impostazione di regolamento delle rispettive attività e competenze, tralasciando inoltre il nodo ancor più spinoso delle modalità di intervento.

Possono pertanto oscillare e lievitare verso l'alto i costi per i soggetti vigilati e per la collettività, in ragione della numerosità interdipendente e interconnessa delle autorità, creando esternalità negative nel sistema, e effetti redistributivi negativi (costi riaddebitati al sistema e gravanti sugli utenti). Gli intermediari, infatti, dovrebbero adottare strutture interne di rendiconto, sulle attività vigilate, differenti a seconda degli interlocutori previsti, spesso contenenti informazioni simili (e dunque, senza che tale sovra-produzione informativa aumenti marginalmente il proprio valore intrinseco). In uno stesso momento, in linea di principio, e non meno paradossalmente, uno stesso intermediario potrebbe essere sottoposto ad accertamenti amministrativi (ad esempio ispezioni, formalmente previste per legge) da parte delle diverse autorità, o rispondere della legittimità di un proprio atto o comportamento tenuto, contemporaneamente, nei confronti di più autorità, e ragionevolmente per motivazioni e cause differenti nell'eccezione riscontrata.

Analogamente, potrebbero presentarsi aree di intervento non condivise, e per giunta lacunosamente lasciate “vuote” di controlli debitamente disciplinati, oppure aree in cui la definizione non chiaramente identificabile delle precise

---

<sup>36</sup>(□) Il problema è soprattutto evidente per le norme prudenziali. Queste non possono che afferire alla stabilità, nello stesso modo, tuttavia, in cui riguardano significativamente anche la correttezza dei comportamenti. L'attribuzione ad una sola autorità di tale obiettivo è assai incerta, e di dubbia risoluzione.

responsabilità tenderebbe ad una pericolosa creazione di zone «*franche*», ovvero di zone in cui l'intervento sarebbe in ogni caso difficile se non limitato, nelle modalità quanto soprattutto nell'intensità, generando sistematicamente situazioni di comportamento opportunistico.

### 2.3.3. La Vigilanza per Attività

Il terzo modello di regolamentazione, la cosiddetta “vigilanza per attività”<sup>(37)</sup>, presuppone che alle diverse attività di intermediazione esercitate dagli operatori corrispondano altrettante forme di supervisione. Ciascun tipo di servizio finanziario è quindi soggetto a controlli di una determinata autorità, indipendentemente dall'operatore che si propone di offrirlo sul mercato<sup>(38)</sup>.

Storicamente, la vigilanza per attività è stata fatta coincidere con quella istituzionale, di cui sposa la struttura a segmenti ben delineati, in quanto, nel contesto di sistemi finanziari poco sviluppati, le attività da regolare

---

<sup>37</sup>(□) Anche in questo caso, come in precedenza, talvolta si trova la notazione di “vigilanza per funzioni”. Tale notazione è inesatta nei termini, e va dunque nuovamente distinta dall'approccio «funzionale» che tra poco si esaminerà.

<sup>38</sup>(□) Così Zadra G., in *L'integrazione europea e la regolamentazione dei mercati finanziari*, AA.VV., Egea, Centro di Economia Monetaria e Finanziaria “Paolo Baffi”, Università Bocconi, Milano: “Tale tecnica è quindi funzionale, da un lato, alle situazioni in cui è agevole isolare l'attività regolata dalle altre attività svolte da uno stesso soggetto e, dall'altro, alle situazioni in cui è difficile individuare o delimitare i soggetti che la esercitano. In altre parole è una tecnica adatta a regolare speciali e ben individuabili “comportamenti”[...] La c.d. regolamentazione per attività ha, quindi, una connotazione estremamente “liberale” ed è spesso considerata come preferibile in sede di dibattito politico. Il vero limite di tale tecnica sta, ovviamente, nella stessa sua natura di regolamentazione limitata a singole attività o a specifici comportamenti e non già di regolamentazione di soggetti nella loro interezza e complessità [...] In altre parole, quando la tutela del risparmiatore viene estesa, dalla tutela nei confronti di singoli comportamenti di un intermediario, alla tutela nei confronti dell'effetto combinato di una pluralità di suoi atti, ovvero alla tutela nei confronti delle sue responsabilità patrimoniali, sarà necessario passare, dalla regolamentazione delle singole attività, alla regolamentazione dell'intero soggetto.

corrispondono tipicamente ai tre tradizionali macrosettori (bancario, mobiliare, assicurativo).

Il maggior pregio di tale modello è quello di sottoporre a regole uniformi intermediari che, pur se diversi giuridicamente, svolgano la medesima attività di intermediazione finanziaria. Ad esempio, le attività di gestione di portafogli, raccolta di depositi, operazioni di prestito, raccolta di risparmio a fini assicurativo - previdenziali, sono sottoposte ciascuna a regole e norme omogenee stabilite da singole autorità, che vigilano sull'attività di loro esclusiva competenza, prescindendo dal soggetto che la svolge.

In tal modo, risultano favorite e positive le economie di specializzazione in capo alle autorità di vigilanza, e, per certi versi, anche in seno ai vigilati stessi, con riguardo alle strutture interne di produzione informativa.

Sul piano generale, tale approccio sembrerebbe rappresentare un punto di arrivo piuttosto attraente per la regolamentazione di mercati finanziari integrati ed evoluti, pur non essendo esente da problemi. Si tratta, infatti, di un modello che non può evitare nuovamente il sovrapporsi di più organi di controllo sullo stesso soggetto, con il rischio, tra l'altro, di un eccessivo frazionamento di competenze tra agenzie di regolamentazione e con l'assenza di una visione unitaria nella supervisione di operatori polifunzionali e conglomerati.

Le critiche sono essenzialmente analoghe al modello istituzionale, né verrebbe meno il problema, già evidenziato nel paragrafo precedente, del possibile conflitto tra obiettivi regolamentari differenti.

Un ulteriore inconveniente spesso sottolineato dell'approccio per attività è che, in ultima analisi, ciò che può fallire non è l'attività, bensì l'istituzione (il soggetto, il mercato): soprattutto ove vi siano problemi rilevanti di stabilità - il caso dell'attività bancaria tradizionale, di immediato esempio - , sarebbe

essenziale garantirne la tutela e il presidio con riguardo alle istituzioni e non (o, caso mai, meno) con riferimento a singole operazioni.

In altri termini, nel contesto dell'approccio per attività, sarebbe necessario comunque prevedere un organismo che, in sintonia e in collaborazione unitaria, eserciti controlli sulla stabilità dei soggetti.

#### 2.3.4. La Vigilanza Funzionale

Un quarto modello di regolamentazione del mercato finanziario è rappresentato dal cosiddetto approccio "funzionale". Si tratta, come già accennato, di uno schema più teorico che operativo, che trae spunto dalla sedimentazione di fasi successive dell'analisi del funzionamento e della dinamica dei sistemi finanziari, con particolare riferimento a schemi interpretativi riconducibili alla presenza di asimmetrie informative, rapporti di agenzia, interdipendenze strategiche tra mercati, intermediari, strumenti.

Esso considera come «date» le funzioni economiche proprie dei sistemi finanziari. A differenza delle altre prospettive sull'attività di vigilanza, tale approccio non prevede che le istituzioni esistenti, siano esse operative <sup>(39)</sup> o di regolamentazione <sup>(40)</sup>, debbano necessariamente continuare ad esistere come tali, sia a livello di struttura che di ruolo.

Le «funzioni» sarebbero, infatti, più stabili delle stesse istituzioni che le esercitano. Inoltre, la concorrenza tra sistemi finanziari, a quel punto, spingerebbe le esistenti istituzioni ad evolvere in una prospettiva dinamica verso forme più efficienti, anche nei loro effetti sul sistema finanziario in complesso considerato.

---

<sup>39</sup>(□) Banche, Oicr, società di intermediazione, imprese di assicurazione e altri intermediari finanziari

<sup>40</sup>(□) Organismi per il controllo della stabilità, organi di vigilanza sulla trasparenza, autorità antitrust e altre autorità di vigilanza.



L'approccio funzionale è stato tradizionalmente richiamato per ripartire la vigilanza per competenza sulle attività bancarie, mobiliari e assicurative, in tal modo coincidendo con l'approccio per attività, a motivo del fatto che le singole attività di intermediazione finanziaria corrisponderebbero, in tale contesto, alle funzioni proprie del sistema finanziario.

Nel recente scenario di progressiva integrazione, globalizzazione e sofisticazione dei mercati, degli intermediari e degli strumenti finanziari, le tradizionali «funzioni» sono state trasposte su un piano più aggregato e dinamico, e il loro contenuto economico è stato notevolmente ampliato.

Secondo una più che accettata tassonomia <sup>(41)</sup>, l'approccio funzionale trova fondamento logico nelle sei funzioni che un sistema finanziario sarebbe chiamato a svolgere:

- fornire sistemi di compensazione e regolamento dei pagamenti;
- creare meccanismi che consentano la raccolta di risorse presso un gran numero di risparmiatori e realizzare consorzi per finanziare grandi opere di investimento;
- effettuare trasferimenti intersettoriali, nel tempo come nello spazio, di risorse economiche e finanziarie;
- ridurre le variabili finanziarie di rischio e di incertezza, attraverso l'offerta di strumenti di copertura, diversificazione e assicurazione;

---

<sup>41</sup>(□) Merton R., *Operation and regulation in financial intermediation: a functional perspective*, in «*Harvard Graduate School of Business Working Paper*, n.93-020, 1992.

- diffondere informazioni sui prezzi dei prodotti finanziari al fine di incentivare il coordinamento delle scelte dei soggetti economici operanti nei vari settori dell'economia;
- ridurre i problemi di incentivo e i costi di agenzia derivanti dalla presenza di asimmetrie informative tra partecipanti ai grossi contratti finanziari.

L'applicazione della prospettiva funzionale quale cornice per definire gli assetti di regolamentazione del mercato finanziario non è immediata, e anche sul piano teorico non ha ancora trovato una chiara definizione.

Un inconveniente spesso sottolineato dell'approccio funzionale (comune alle critiche già svolte a riguardo dell'approccio per attività) è che, nuovamente, a fallire non può essere la funzione, semmai l'istituzione.

Analogamente, qualora vi siano problemi e timori di stabilità, sarebbe necessario garantirne la tutela con riguardo alle istituzioni e non certo con riferimento alle funzioni economiche svolte.

Laddove, inoltre, la co-presenza di un organo deputato di stabilità non minava le fondamenta del modello, semplicemente indebolendolo, in questo caso, invece, una tal proposta, di fatto, smentirebbe l'intera costruzione del disegno regolatorio. Importano le funzioni dunque, il cenno a soggetti parrebbe del tutto estraneo alla centralità del modello.

È stato evidenziato come anche il più diretto utilizzo dell'approccio funzionale quale schema di analisi del sistema finanziario italiano condurrebbe a risultati non troppo soddisfacenti: “ [...] delle sei funzioni, verosimilmente solo le prime tre trovano adeguato sviluppo allo stato attuale. [...] Scendendo più in basso nella tassonomia delle funzioni, appare evidente come le aree di maggiore ritardo accusate dal nostro sistema siano individuabili nel controllo dei rischi, nella trasparenza

*Dell'informazione rilevante per le scelte di risparmio e di investimento o, quantomeno, nella disponibilità di coerenti meccanismi di riduzione delle asimmetrie informative.”* <sup>(42)</sup> .

Tale affermazione è del 1996; sicuramente, dei progressi sono stati compiuti, ma restano dubbi sul fatto che le lacune denotate siano state interamente colmate, o significativamente ridotte, soprattutto poiché il grado in ipotesi ottimo e solo marginalmente perfettibile di qualunque sistema finanziario (non esistono a tutt'oggi casi riscontrati di situazioni in tal senso verificate) può rendere i propri effetti solo in un contesto di piena finanziarizzazione dell'economia e di adeguata e diffusa cultura finanziaria del settore privato (analogamente, mai riscontrata, per causa di un gap culturale difficilmente colmabile).

Questo approccio presenta, inoltre, l'inconveniente di enucleare distinte funzioni che spesso sono, però, attribuibili ad uno stesso intermediario.

Una possibile e più concreta applicazione di un modello di vigilanza funzionale potrebbe fondarsi sulla classificazione delle istituzioni e dei servizi finanziari proposta da Oldfield e Santomero <sup>(43)</sup>. Secondo tali autori, le istituzioni finanziarie includono depositories (banche), assicurazioni, investments companies (fondi aperti e chiusi, altri organismi di investimento collettivo del risparmio), fondi pensione, origination firms (imprese di investimento, istituti di credito, broker assicurativi e promotori finanziari), market-makers (specialists, dealers, compagnie di riassicurazione), le borse valori (cash e derivati), clearing houses, altri operatori finanziari.

I servizi forniti da queste istituzioni finanziarie possono essere classificati in sei distinte attività: “origination” (identificazione, valutazione e creazione di attività finanziarie emesse dai clienti dell'istituzione), “distribution” (raccolta di

---

<sup>42</sup>(□) Sarcinelli M., *Il sistema finanziario italiano alla metà degli anni '90: una difficile transizione*, in *Moneta e Credito*, n.3/1996.

<sup>43</sup> (□) Oldfield G. e Santomero A.M., 1995, *op. cit.*

fondi attraverso la vendita di nuovi prodotti finanziari), “servicing” (gestione dei flussi di pagamento dagli emittenti ai detentori di attività finanziarie), “packaging” (consorzi e trasformazione di attività finanziarie in corrispondenza di esigenze specifiche dei clienti, attraverso una maggiore personalizzazione dei prodotti e dei servizi offerti), “intermediating” (emissione di attività finanziarie e contemporaneo riacquisto in proprio di differenti attività finanziarie da parte di uno stesso intermediario), “market making” (acquisto e vendita di attività finanziarie). In una prospettiva regolamentare, questa tassonomia potrebbe condurre a un assetto in cui ad ogni attività corrisponda effettivamente una diversa autorità di vigilanza. Ciò nonostante, permangono dubbi e critiche fondate circa l’ottimalità di una tale impostazione definitoria e operativa.

### 2.3.5. La Vigilanza Accentrata

Il modello di vigilanza accentrata, come è intuitivo, si fonda su un’unica autorità di controllo, eventualmente distinta dalle Autorità centrali locali, che ha competenza su tutti i mercati e su tutti gli intermediari, indipendentemente dalla loro natura, bancaria, mobiliare o assicurativa, e con riguardo ai diversi obiettivi della regolamentazione (stabilità, trasparenza, concorrenza).

Nella prassi regolamentare, il modello della vigilanza accentrata ha caratterizzato tipicamente la fase più embrionale dei sistemi finanziari, quando un’unica autorità centrale era l’unico organismo che sovrintendeva l’attività di intermediari, per lo più creditizi. La sua caratteristica è quella di riportare sotto uno stesso ombrello gli obiettivi di stabilità microeconomica e di trasparenza

informativa e operativa, senza distinzione tra settori o segmenti finanziari. L'innovazione, giustificata con l'emergere di conglomerati complessi e di difficile controllo per l'autorità, sembra anche rispondere ad una logica di maggiore coerenza nelle azioni di vigilanza, di riduzione dei costi per la medesima, compresi quelli di coordinamento tra una pluralità di agenzie <sup>(44)</sup>.

Recentemente, a fronte della marcata globalizzazione e integrazione dei mercati e degli intermediari finanziari, tale modello ha fatto il suo rientro in scena in Europa nei paesi scandinavi (Danimarca, Norvegia e Svezia) e nel sistema inglese, attraverso la costituzione del FSA <sup>(45)</sup>.

La scelta dell'esecutivo britannico di far convergere in quest'unica struttura le pre-esistenti autorità di vigilanza del mercato - la Banca d'Inghilterra, il Sib, la Direzione del DTI competente in campo assicurativo e tutte le SROs - è da ricondursi ad una esigenza di maggiore efficienza nell'organizzazione dell'attività di regolamentazione, ad una riduzione dei costi della stessa, ma anche di una sua maggiore efficacia e semplificazione, nonché di una totale responsabilizzazione di un unico soggetto di fronte al Parlamento e al mercato <sup>(46)</sup> e di «pubblicizzazione» delle agenzie di regolamentazione.

I vantaggi di tale approccio sono pienamente apprezzabili nel momento in cui l'organizzazione interna dell'unico regolatore consente di sfruttare le

---

<sup>44</sup> (□) Sarcinelli M., *La vigilanza sul sistema finanziario: obiettivi, assetti e approcci*, in *Moneta e Credito*, n. 227/2004, individua tra i difetti del modello del regolatore unico la perdita del gioco dei pesi e contrappesi tra una pluralità di agenzie e i rischi di contaminazione attraverso l'estensione della vigilanza prudenziale di tipo macroeconomico anche a intermediari per i quali è più appropriata la sola trasparenza informativa.

<sup>45</sup>

(□) Vedi par.

<sup>46</sup>(□) E' interessante rilevare come i costi del FSA siano finanziati direttamente dal mercato (non gravando, in linea di principio, sul bilancio pubblico), attraverso un sistema di contributi e di esazioni a carico degli stessi soggetti vigilati. La critica ovvia, da più parti giunta, è che verosimilmente tali oneri e tali costi rientrino nel sistema sotto forma di redistribuzioni negative, in regime di commissioni e costi di transazione abilmente occultati nelle zone di minor concorrenza.

economie di scala e di differenziazione che si vengono a produrre con questo modello: si pensi alla riduzione di costi fissi quali spese logistiche, oneri del personale amministrativo, compensi ed incentivi degli organi di vertice e alla maggiore efficacia di una visione unitaria in particolare su organismi polifunzionali e su gruppi conglomerati. Parimenti, anche i costi della vigilanza gravanti sui soggetti regolati e/o sulla collettività tenderebbero a ridursi.

Per ciò che riguarda i fenomeni di «cattura», la presenza di un solo regolatore potrebbe da un lato ridurre la probabilità (e forse, in teoria, anche la stessa opportunità), a fronte della elevata e onnicomprensiva legittimazione di cui godrebbe l'autorità di vigilanza.

Di converso, proprio l'esistenza di un unico organismo di controllo potrebbe rendere più immediati e diretti i rapporti collusivi, che avrebbero un solo interlocutore dalla parte del vigilato.

La validità del modello del regolatore unico dipende sensibilmente dall'organizzazione interna del medesimo: le numerose aree di competenza e di specializzazione, se non si basano su un impianto strutturato e coordinato, rischierebbero infatti di accrescere l'apparato burocratico (e le innegabili disfunzionalità di spreco e di inefficienza), rallentando il processo decisionale. Ciò che più deve importare, si è osservato <sup>(47)</sup>, è una chiara e precisa definizione della «missione» dell'agenzia.

Inoltre, qualora l'autorità accentrata sia diversa dalla banca centrale locale (come è nel caso accennato del modello inglese), devono essere risolte ineludibili questioni di opportunità, convenienza e coordinamento tra l'attività di vigilanza e di controllo in sé, e la contemporanea presenza di caratteristiche cd. "da prestatore ultimo", non solamente svolte nella prevenzione del rischio sistemico ( "*lender of last resort*" ), ma intese nel connotato di reputazione e di

---

<sup>47</sup>(<sup>46</sup>) Wilson J., « *Bureaucracy* », Basic Books, 1989, e Zadra G., *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, Milano, Giuffrè, 1995.

credibilità, permanendo il rischio che tali qualità «speciali» si rivelino troppo rassicuranti per gli stessi attori dei controlli, disincentivandone potenzialmente l'attività continua e dinamica.

Infine, la presenza di un solo regolatore potrebbe acuire l'insorgere di problemi di «coerenza», ove l'autorità si trovasse a dover perseguire obiettivi di vigilanza tra loro confliggenti. Tale problema, peraltro non esclusivo di tale modello, come esaminato, potrebbe essere in parte superato attraverso la creazione di un'organizzazione divisionale "interna" strutturata per obiettivi: in realtà, l'unicità dell'organo di vertice, verosimilmente, imporrebbe comunque il prevalere di un solo obiettivo quale risultato ultimo dell'intero processo decisionale, esponendo lo stesso ad una fragilità potenziale.

Gli studiosi di economia della regolamentazione, ma anche giuristi e politologi si sono sbizzarriti, specie in sede teorica sulla preferibilità di un sistema rispetto all'altro e sulle migliori ibridazioni possibili di essi, come se si trattasse di creare nuove specie e di istituzionalizzarle <sup>(48)</sup>.

E tra l'altro, esiste anche una generale consapevolezza dell'insuperabile imperfezione dei diversi modelli applicati alla realtà, nel senso che nessun sistema di vigilanza esistente riesce a controllare pienamente le molteplici configurazioni ed evoluzioni dei mercati <sup>(49)</sup>.

---

<sup>48</sup>(<sup>47</sup>) Masciandaro D, A. Porta, *Ruolo e poteri delle autorità di controllo sui mercati finanziari nella prospettiva di allargamento europeo*, 2003, che in termini di scienza dell'amministrazione, qualifica le autorità finanziarie come amministrazioni di risultato.

<sup>49</sup>(□) Così Amorosino S., in una lezione tenuta il 22 gennaio 2005 presso la Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Catania, in *Bancaria* n°3/2005: "Due sono i limiti, per un giurista, di questo, pur soggettivo, approccio: uno a monte, la mancata considerazione dell'eterogeneità/non comparabilità dei contesti istituzionali, economici e di diritto positivo nei quali le autorità di ciascun paese sono incastonate, e uno a valle, la mancata misurazione, caso per caso, dell'efficienza dell'autorità, in termini di risultati (risultati in termini generali riassumibili nell'effettivo grado di controllo dei mercati di riferimento)...e ancora.. "A questo profilo soccorre un concetto di derivazione economica, quello di efficienza esterna delle autorità di

Inoltre, in questa prospettiva l'attuale assetto della regulation è destinato a mutare sotto la spinta dell'internazionalizzazione delle attività finanziarie e dell'integrazione verticale e orizzontale dei mercati <sup>(50)</sup>. A ciò si aggiunge un fattore, per così dire istituzionale: il sopravvenire di regole comunitarie, che disciplinano uniformemente i diversi settori o segmenti di diversi settori <sup>(51)</sup>. Poi a livello internazionale si è venuto ad affermare uno spirito di collaborazione assai esteso, anche con la creazione di numerose sedi di cooperazione, sottoforma di comitati o forum specializzati, che però scontano la difficoltà di avere aventi competenze e natura assai diverse <sup>(52)</sup>.

---

vigilanza, intesa, come qualità delle relazioni con il mercato di riferimento (anche se, come in tutti i casi di valutazioni qualitative, è difficile misurare in concreto i costi/benefici di un sistema operante”.

<sup>50</sup> (□) Rovelli L., *Convegno di Studi: Authorities, mercato, contratto e tutela dei diritti*, Alba 18 Novembre 2000, “Effettivamente stiamo passando, stretti anche dai vincoli comunitari, da un’ economia mista con forti elementi di dirigismo ad un’ economia di mercato. Questo, ne siamo consapevoli, non significa affatto *deregulation*, significa una *ri – regolazione* in funzione appunto della realizzazione di quello che oggi è stato con chiarezza definito il mercato”.

<sup>51</sup>(□) Annunziata F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2003, determina così le prospettive di cambiamento: “Gli effetti sono.. di due tipi: da un lato appare superata la dimensione tradizionale/nazionale della vigilanza..le attività finanziarie scappano da tutte le parti, non solo perché si deterritorializzano, ma anche perché sono attratte da mercati non regolamentati o liberi.

<sup>52</sup>(□) Lombardo S., *La concorrenza tra ordinamenti nella prospettiva economica dell’analisi economica del diritto*, in *AA.VV.*, *La concorrenza tra ordinamenti giuridici* (a cura di A. Zoppini), Roma-Bari, si sofferma sulle tendenze centrifughe ad attrarre le attività finanziarie in contesti più protettivi a fronte della concorrenza tra ordinamenti.



## CAPITOLO 3

### ASSETTI ORGANIZZATIVI E ARCHITETTURA DELLA REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA EUROPEA

#### **Il dibattito in letteratura**

#### 3. Le soluzioni adottate: Regolamentazione orizzontale e verticale

Una caratteristica importante della regolamentazione finanziaria è la configurazione delle autorità di regolamentazione in termini di indipendenza, responsabilità, poteri e divisione del lavoro.

L'equilibrio tra gli obiettivi finali della regolamentazione dipende in modo cruciale dalle soluzioni date in ciascun paese all'assetto di vigilanza (<sup>53</sup>).

Per molti anni, in ciascuno dei paesi europei, vi fu un'unica autorità di vigilanza incaricata della supervisione delle banche, all'epoca l'unico settore di intermediazione per il quale si riteneva occorresse una regolamentazione specifica.

Né la teoria economica, né la storia del *central banking* sembrano giustificare tale impostazione.

Al contrario, essa pare infatti tracciare un quadro differente negli stessi termini: la ragione fondamentale si trova nel dibattito sull'indipendenza delle

---

<sup>53</sup> (□) Il ruolo delle banche, la moneta unica, la creazione di operatori multicomparto, le polizze innovative, la formazione di conglomerati, l'internazionalizzazione hanno mutato non solo i confini geografici, ma anche quelli operativi tra i diversi ambiti.

Così anche Bessone M., *I mercati mobiliari*, Milano, 2002, che sottolinea come "il regolamento di confini per un'intera fase storica aveva permesso di distinguere in modo lineare tra settore del credito, assicurazioni e mercato dei valori mobiliari infatti non appartiene più alla realtà dell'economia finanziaria".

banche centrali come condizione necessaria per conseguire la stabilità dei prezzi, soprattutto in Europa, dove il processo di unione e di integrazione ha coinciso con la creazione della Bce. La banca centrale «ideale» doveva perseguire la stabilità monetaria, al limite come fine ed obiettivo unico, e in ogni caso prevalente sugli altri obiettivi intermedi.

La maggior parte dei paesi dell'Europa continentale (Germania, Austria e Francia in primis) ha scelto di separare la funzione di vigilanza dalla banca centrale <sup>(54)</sup>. Alla base di ciò vi è soprattutto il desiderio del governo di mantenere un controllo diretto sul sistema bancario: in questi paesi il governo era investito di funzioni specifiche ovvero era direttamente rappresentato negli organi direttivi dell'autorità di vigilanza. Curiosamente, l'Italia, che aveva scelto la separazione delle competenze con la legge bancaria del 1936, ribaltò la propria decisione nel 1947, decidendo di assegnare i compiti di vigilanza alla Banca d'Italia. Fino agli anni Ottanta, poi, la regolamentazione finanziaria in Europa mirava essenzialmente a due obiettivi: la stabilità dei prezzi e la stabilità finanziaria, esercitate da uno o due organi regolatori, primariamente sotto la guida della banca centrale.

Come si è potuto, le ragioni di tutela e di competitività insite nel sempre maggiore grado di *finanziarizzazione* progressiva dell'economia di mercato, hanno coinciso con la creazione di nuovi enti regolatori, specifici quanto legati alla massimizzazione dell'obiettivo della stabilità. In altre parole, le norme e gli organi di regolamentazione erano concepiti a seconda del tipo di intermediario di cui si occupavano: banche, società di intermediazione in titoli, assicurazioni. L'idea, parafrasando, era quella di consentire un «gioco regolare» regolarmente svolto ciascuno per la propria parte, nella propria area di «campo». All'inizio, dunque, la divisione del lavoro tra regolatori era organizzata verticalmente, cioè per materia: banche, intermediari di mercato, assicurazioni.

---

<sup>54</sup> (□) Vedi tabella in appendice.

Il problema della concorrenza evidentemente pesava assai leggermente, e raramente si ha notizia, relativamente al periodo considerato, di esami in tal senso promosse a livello organizzativo e di sistema.

I controlli strutturali e la divisione verticale del lavoro tra le varie autorità di vigilanza erano strettamente collegati; in un certo senso, i primi erano condizione del positivo svilupparsi della seconda: il porre regole all'ingresso dell'attività, *ex novo*, piuttosto che tramite l'apertura di filiali, il divieto a intraprendere particolari tipi di attività, l'imposizione di tassi di interesse o di limiti all'esposizione sui prestiti delle banche, tutto relazionava direttamente in modo biunivoco la corrispondenza tra intermediario e autorità specifica di vigilanza.

Il triangolo stabilità - controlli strutturali - organizzazione verticale delle autorità di vigilanza fu in seguito spezzato dalla graduale attenuazione delle linee di demarcazione dei vari settori dell'intermediazione: banche/istituti non bancari, emissioni sul mercato/prestiti bancari, credito internazionali/prestiti interni. L'importanza del mercato fu aumentata dalla crescente consapevolezza del legame tra concorrenza ed efficienza del sistema finanziario, e dal recepimento delle direttive europee. Il sistema finanziario iniziava ad inseguire il «mito» del cd. *levelling off the playing field*, la richiesta di condizioni di concorrenza uguali per tutti, connessa con l'esigenza di avere un mercato unico. Complice l'accordo sulla vigilanza bancaria e sui requisiti patrimoniali, di cui si è detto furono gradualmente rimosse le barriere all'ingresso dell'attività e i limiti a particolari classi di attività.

Il clima più favorevole alla concorrenza spinse a modificare l'assetto della regolamentazione. Nella successiva creazione, da parte di molti dei paesi europei, di nuove autorità di regolamentazione, la prima soluzione fu quella di separare le competenze: un'autorità preposta al settore bancario, e un'autorità

per il settore finanziario (in Italia la Consob, in Francia la Cob, in Spagna la Cbv, in Germania la BaWe).

Coerentemente, quindi, il legislatore scelse che la regolamentazione del settore bancario e del settore finanziario si sviluppasse su due fronti differenti, per evitare fattori di imperfezione, di cui si è già fatto cenno all'inizio, di «cattura» del regolatore (se i due fronti fossero riuniti sotto il lavoro di un unico ente), e di conflitto tra obiettivi.

A questo riguardo, infatti - e preso atto che il settore bancario è specificamente esposto a fenomeni di contagio quasi in modo esclusivo - la diversità di perseguimento di obiettivi «confliggenti» (stabilità e concorrenza-trasparenza) giustifica nella teoria la separazione degli incarichi di vigilanza. Degli effetti, invece, sarà cura occuparsi tra breve.

Le soluzioni più recenti (dagli anni Novanta in poi per quasi tutti i paesi dell'area euro) hanno visto prevalere un meccanismo basato e costruito sulla vigilanza per obiettivi.

A titolo di premessa, il processo ha originato dalla scelta del legislatore comunitario di separare la politica monetaria e la stabilità dei prezzi, rispettivamente incorporando la prima nella Bce e nel Sebc (si disse allora, parafrasando, che avrebbe garantito alla Bce e alle singole banche centrali la necessaria indipendenza ), e rafforzando la seconda nelle banche centrali medesime.

Ragionamento in teoria artificioso, quello degli esponenti del Sebc sembra ben rispecchiare però la realtà dei fatti <sup>(55)</sup>. Ad esempio, in Italia venne stabilita

---

<sup>55</sup>(□) In pratica, con l'Unione Monetaria Europea, il perseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi è come autoassegnato al Sistema Europeo delle Banche Centrali (Sebc). Questo ha inoltre comportato l'introduzione di un'ulteriore separazione tra vigilanza bancaria e vigilanza a livello di banche centrali, che di là dall'essere geografica e territoriale, è sostanzialmente funzionale. Con buona sintesi, infatti, non è pleonastico affermare che "... questo avviene perché all'interno dell'area dell'euro complessivamente considerata, la vigilanza bancaria attualmente è

una vigilanza cd. mista: una «regolamentazione per obiettivi e per soggetti», abilmente dosata nei ruoli e nelle responsabilità.

La Banca d'Italia manteneva la competenza per la stabilità di banche ed altri intermediari mobiliari, mentre la Consob era attribuita della competenza sulle questioni di pubblicità e di trasparenza, analogamente orientata.

Le imprese di assicurazione, conformemente allo schema europeo, mantengono una sorta di vigilanza esclusiva (per alcuni, ironicamente, «*vergine*»), giustificata dalla finalità omogenea e differente dei profili di risparmio e di gestione.

Non si vuole qui entrare nel merito, ma è certo che una tale impostazione (a riguardo del «canale assicurativo») in tanto è contraddittoria (dal lato dell'offerta di prodotti), in quanto crea discipline di mercato contrastanti dal lato della concorrenza.

La soluzione per obiettivi era concepita come un mezzo per organizzare la regolamentazione in senso “orizzontale”, cioè in base agli obiettivi finali della regolamentazione.

Questa soluzione è certamente in linea con la ricerca teorica, incline e compatta nell'affermare che .... *solo le funzioni sono il lato permanente dell'intermediazione, mentre la concorrenza e l'innovazione finanziaria offuscano di continuo le linee di demarcazione tra strumenti, attività e intermediari* ( <sup>56</sup> ) .

---

affidata a istituti che non hanno una funzione indipendente di politica monetaria. L'approccio della separazione scelto per l'Ume è stato infatti applicato non solo all'intera area dell'euro, ma anche alle sue parti componenti. Anche nei paesi in cui l'autorità competente per la vigilanza bancaria è la banca centrale, per definizione quest'autorità sotto l'aspetto funzionale non è più una banca centrale, essendo priva del ruolo fondamentale della banca centrale, cioè il controllo autonomo della creazione di moneta..” In Padoa-Schioppa T., *Emu and banking supervision*, atti del Convegno *Ecb, London School of Economics*, Febbraio 1999.

<sup>56</sup>(□) Dall'introduzione di Crane D.B. . Merton R.C., *The Global financial system*, in *Harvard Press*, 1995. come accennato, la critica maggiore alla corrente di teoria che assegna maggior valore alle funzioni., piuttosto che ai soggetti che le stesse si propongono di esercitare (chi per operare, chi per controllare l'altrui attività diretta),

Nello stesso tempo questa soluzione sembrava avere il vantaggio di sottoporre allo stesso tipo di regolamentazione e di vigilanza qualsiasi operatore economico, indipendente dal suo status formale. Per espressa menzione della Cob francese, *“l’informazione rivelata al pubblico e l’integrità dei mercati sono di uguale importanza quale che sia l’intermediario interessato (banca, società di investimento, compagnia di assicurazione) e per qualsiasi prodotto finanziario (prestito, titolo o contratto assicurativo)”* <sup>(57)</sup>.

Ma la soluzione orizzontale è stata, a dire il vero, raramente applicata integralmente.

Praticamente in quasi tutti i paesi, giustificando un retaggio culturale e un certo *gap* temporale nella formazione di una reale cultura finanziaria, la nuova regolamentazione basata su questo criterio è stata sovrainposta al vecchio criterio verticale. Evidenza empirica ne sono i sempre presenti accordi informali e gli interna corporis di ogni singola autorità, nella soluzione di possibili conflitti tra obiettivi.

In conclusione, resta difficile ricercare una piena armonizzazione dei ruoli e delle responsabilità, sia dal lato della struttura regolamentare, sia soprattutto dal lato dell’applicazione di tale impianto innovativo di norme. Vi è ancora un significativo divario tra il «passo» della regolamentazione dei servizi finanziari e l’assetto dei poteri di regolamentazione. In tale divario hanno originato gli studi sulle riforme possibili, e i tentativi già affrontati, di cui tra breve ci si occuperà.

---

è nel significato stesso dei termini: a fallire non può mai essere la funzione, bensì il soggetto, l’istituzione. Sembra difficile esercitare, dunque, una vigilanza preventiva e funzionale su queste, considerando il rischio di fallimento del(i) soggetti una idiosincrasia insita nel sistema a disciplina di mercato.

<sup>57</sup>(□) *Regulatory responses to the integration of financial services*, Iosco Annual Conference 1999.

### 3.1. Regolazione dei mercati europei tra Coordinamento e Concorrenza tra ordinamenti

#### *Il dibattito generale*

Lo sviluppo dell'innovazione, i mutamenti strutturali e funzionali degli operatori, l'oggettivo appannamento dei confini geografici tra mercati sempre più integrati grazie a tecnologie che annullano distanze spaziali e temporali, hanno completamente ridisegnato le caratteristiche della regolazione <sup>(58)</sup>, secondo criteri che «spiazzano» le tradizionali categorie sulle quali i regolatori, nella lunga fase che prende avvio dalle crisi degli anni 30, hanno fondato le proprie scelte di intervento.

Quelle crisi avevano generato normative che, pur certo non uniformi, presentavano alcuni elementi in comune, quali soprattutto l'utilizzo di una prospettiva tipicamente nazionale <sup>(59)</sup>, costruita fortemente sulla vigilanza del settore bancario sottratto alla disciplina di diritto comune e sulla creazione di apparati di controllo pubblico.

I fenomeni di instabilità maturati in alcune aree regionali negli ultimi venti anni hanno sottolineato l'inadeguatezza di quel sistema regolamentare e l'esigenza di pensare una diversa «architettura» istituzionale capace di far fronte alle molte problematiche connesse alla globalizzazione <sup>(60)</sup> e alla «finanziarizzazione» dell'economia.

---

<sup>58</sup>(□) Vedi Padoa Schioppa T., *The Eurosystem and financial stability*, in *Revue de la Banque*, n° 4/2000, p 206, che riassume queste trasformazioni in quattro “periodi”: From banking to finance, from national to international finance, from paper intensive processes to information technology, from command to market-friendly methods in public policies.

<sup>59</sup> (□) Come definito da Onado M.,  *Mercati e intermediari finanziari*, Bologna, 2000.

<sup>60</sup> (□) Rossi G., *Autorità antitrust, Commissione Ue, Banca d' Italia: tutela della concorrenza e concorrenza tra poteri*, in *Le Società*, n.5/2001, pone la questione della

Le recenti crisi finanziarie <sup>(61)</sup> manifestano elevata propensione al contagio, non necessariamente legata alla dimensione e all'estensione della patologia, ma che proprio per le strette connessioni tra i mercati e gli operatori, contribuisce ad aumentare il pericolo di una rapida e incontrollabile trasmissione delle «fragilità» locali.

I processi di consolidamento estendono le interdipendenze tra le diverse tipologie di intermediari e rafforzano l'ipotesi di un aumento più che proporzionale del rischio sistemico, in quanto suggeriscono che uno shock comune tende a trasmettersi a un ampio numero di intermediari e di istituzioni finanziarie.

Dai numerosi esempi ricavabili dalla letteratura, è possibile intravedere molteplici, e spesso anche divergenti, analisi circa le cause, le caratteristiche e i profili di volta in volta innovativi, rispetto ai fenomeni di instabilità che hanno segnato l'evoluzione dei sistemi di intermediazione. Ma sembra emergere, tuttavia, un tratto comune, una uguale «lezione» da queste esperienze, che concorda principalmente su due rimedi.

- sopperire alla debolezza dei controlli negli ordinamenti nei quali le patologie si manifestano;
  
- costruire un rinnovato «ambiente» regolamentare che dia maggiori garanzie circa la stabilità dei mercati internazionali.

---

cosiddetta “giurisdizione sugli effetti”, cioè il preteso sconfinamento di giurisdizione e disciplina di atti e situazioni che si verificano al di fuori dei confini nazionali.

<sup>61</sup>(□) Per un'esauriente panoramica, si veda Bellavita L. e Dallochio M.,  *Mercati finanziari e crisi asiatica. La grande sfida*, Milano, Egea, 1998 e Bini Smaghi L.,  *Chi ci salva dalla prossima crisi finanziaria?*, Bologna, Il Mulino, 2000.



Molti dei paesi coinvolti hanno dato avvio a processi di ristrutturazione del proprio apparato di vigilanza, ma l'obiettivo di una reale «nuova architettura» dei controlli internazionali appare tuttora complesso e di difficile raggiungimento.

Molti temi di discussione e di scontro ostacolano l'individuazione di soluzioni definitive.

Se, da un lato, è ormai diffusa la convinzione che i rischi di instabilità sistemica non possono essere governati su base domestica <sup>(62)</sup>, e che è necessario, a tal fine, definire criteri regolamentari condivisi, è proprio sul «come» realizzare e soprattutto rendere effettiva una simile convergenza che emergono le divisioni <sup>(63)</sup>.

Banalmente, il nodo della territorialità specifica, in termini di legislazione, fiscalità, assetto di vigilanza, è lungi dal trovare soluzione, e questo rende oggettivamente più difficile creare standard uniformi non vincolati a rigidi criteri «nazionali».

Sebbene vi sia la consapevolezza che molte delle difficoltà nel prevenire e risolvere le crisi che coinvolgono l'operatività transfrontaliera degli intermediari potrebbero attenuarsi attraverso il superamento del principio della sovranità nazionale, questa, in realtà, non ha subito un significativo «svuotamento» di contenuto. Anzi, si è quanto più affermato un sistema di cooperazione internazionale basato sul controllo nel paese di origine <sup>(64)</sup>,

---

<sup>62</sup>(□) A riguardo il contributo di Gomel G., Levy A. e Santini C., *Markets and rule in the globalized economy*, presentato alla conferenza "Economy and monetary cooperation: the international and supranational institutions", Bologna, Giugno 2000.

<sup>63</sup> (□) Secondo Padoa Schioppa T., *E' l'ora delle authority gemelle*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 Gennaio 2004, le tre domande ricorrenti e connesse sono: "Autorità unica o autorità multiple? Autorità europee o nazionali? Dentro o fuori dalla banca centrale?"

<sup>64</sup> (□) Minervini G., *Coordinamento degli organismi di controllo in sede europea, coordinamento degli organismi di controllo in sede nazionale*, in *Banca Impresa e Società*, n. 3/2001, individua proprio nel sistema dell'home country control uno stadio troppo

sistema che consente, in linea di principio, ai singoli stati “di godere dei vantaggi dell’interdipendenza, conservando al tempo stesso la responsabilità nazionale” dei settori vigilati <sup>(65)</sup>.

Per rendere meglio l’idea, vi è chi, addirittura, ha immaginato tale situazione come più consona agli «*idraulici*» che non agli «*architetti finanziari*» <sup>(66)</sup>.

Di là dai facili giudizi, è però indubbio che si sia ormai intrapresa la strada di un rafforzamento e ampliamento degli apparati esistenti, e, quindi, dell’intera rete di cooperazione internazionale tra attività istituzionalmente preposte alla vigilanza e organismi sovraordinati e riconosciuti (privi, tuttavia, di potestà regolamentare imperativa). Tale spirito di «coordinamento» ha permesso di ricercare forme omogenee di controlli su scala internazionale, radicando in molti la convinzione che sia questo il «terreno utile» sul quale operare per prevenire e risolvere le crisi <sup>(67)</sup>.

### 3.1.1. La ricerca di un linguaggio comune

---

arretrato rispetto all’unificazione della vigilanza. “Finchè noi siamo in un regime di armonizzazione minima e di riconoscimento reciproco, e quindi con una pluralità di ordinamenti, avere un’autorità di vigilanza europea che non sia di mero coordinamento, è un’ utopia. Solo se si andrà avanti nella unificazione dei soggetti, si potrà portare avanti l’ispirazione all’autorità di vigilanza europea”. Infine si domanda se, in questo contesto, il principio di sussidiarietà, potrà costituire un ostacolo.

<sup>65</sup> (□) Kapstein E.B., *Governare l’economia globale*, Trieste, 1999.

<sup>66</sup>(□) Vedi Evans H., *Plumbers and Architects: a Supervisory Perspective on International Financial Architecture*, Mc Graw Hill, 1999, *Occasional Paper Fsa*, Relazione Annuale 2000.

<sup>67</sup>(□) Richiami a Vella F., *Coordinamento e integrazione nella organizzazione della vigilanza sui mercati finanziari: prospettive di riforma*, in *Quaderni Consob*, N°36/1999 e, a livello internazionale, Dalhuisen J.H., *Liberalisation and Re-regulation of cross-border financial services*, in *European business law review*, 1999.

Preso atto del processo di omogeneizzazione e di coordinamento tra le molte Autorità competenti, non si possono, tuttavia, nascondere gli ostacoli evidenti che in tale disegno si incontrano.

Da un lato, nella constatazione che per l'applicazione degli standard concordati e promossi nei forum non si può fare affidamento solamente sulla «autocertificazione» e sulla ragionevole «pressione dei pari»<sup>(68)</sup>, dal momento che in alcuni paesi attraversati dalle crisi è dimostrato che le Autorità mostrarono colpe significative nell'omissione di procedure di adeguamento dei propri criteri di vigilanza ai precetti individuati dagli organi di coordinamento sovraordinati.

Dall'altro, sottolineando come nel passato le esperienze di collaborazione abbiano avuto scarsa efficacia preventiva, se non «a posteriori» nel tentativo di risolvere situazioni di rischio rilevante e potenzialmente contagioso.

Inoltre, vi è un problema difficilmente risolvibile nel naturale processo di ampliamento dell'area dei paesi coinvolti. Tale estensione genera più elevati costi di negoziazione, anche nella considerazione che, verosimilmente, esista il timore che nelle decisioni finali non «pesino» ugualmente i paesi con scarsa forza contrattuale, di fatto rendendoli diffidenti fin dal principio (mentre, a ben vedere, sarebbero proprio i più bisognosi di recepire standard adeguati e competitivi).

---

<sup>68</sup>(□) I due concetti in parte sono frutto della medesima situazione: spesso le Autorità hanno riscontrato una positiva collaborazione, che tuttavia non trovava applicazione concreta e riscontrabile, insinuando nei forum internazionali il timore che le dichiarazioni di adeguamento alla normativa e alle raccomandazioni non fossero avvalorate da una sostanziale e formale applicazione; allo stesso modo, il concetto di pressione dei pari allude al processo secondo cui, nei forum, l'osservazione da parte dei principali paesi di una serie di norme dovrebbe, in termini di coesistenza e di credibilità, permettere anche alle Autorità meno «osservanti» il convincimento verso una piena e formale applicazione dei precetti collegialmente stabiliti e promossi.

In tale prospettiva, quindi, va sottolineato come il coordinamento potrebbe assumere una funzione redistributiva dei costi di regolamentazione, nel senso però di attenuarne l'efficacia: in sintesi, i paesi più forti cercherebbero probabilmente di trasferire negli accordi internazionali i costi non sopportabili, per le pressioni degli operatori interni, sul piano domestico, nell'ottica, quindi di una concorrenza tra ordinamenti <sup>(69)</sup>.

Infine, come già osservato, ad una rapida integrazione di mercati, intermediari e strumenti, non sembra seguire tempestiva una integrazione efficace di modelli e «stili» differenti 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>(70)</sup>.

Il dibattito è evidentemente, in ambito europeo, tra sostenitori della *Regulatory Harmonisation*, («armonizzazione regolamentare»), e fautori della *Regulatory Competition*, («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>(71)</sup>.

---

<sup>69</sup> (□) Cfr. Oatley T. e Nabors R., *Redistributive cooperation: market failure, wealth transfers, and the Basle accord*, in *International organization*, 1998, pp.41 ss.

<sup>70</sup>(□) Sykes A.O., *The (limited) role of regulatory harmonization in international goods and services markets*, in *Journal of international economic law*, 1999, e, Benson G., *International armonization of banking regulations and cooperation among national regulators: an assessment*, in *Journal of financial services research*, 1994, fanno riferimento e auspicano una vigilanza decentrata, fino a giungere, aderendo quasi alle teorie della *Deregulation* “dura e pura”, a “evitare ogni forma di più stretta integrazione”.

<sup>71</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

Tale fattore impedirebbe - ma il problema non avrebbe più soluzione- di valorizzare le specificità e le diversità dei singoli mercati, di fatto irrigidendo alla base i naturali processi di eterogeneità e competizione tra le Autorità competenti e gli ordinamenti locali.

Vi è, infatti, chi intravede, nei sistemi dove una pluralità di regolatori può permettere (al margine) fenomeni di arbitraggio in senso regolamentare, un rischio di abbassamento dei valori e dei contenuti delle discipline di vigilanza in realtà assai limitato, e non tale da provocare il drastico «cambio» verso il regolatore unico (che gli operatori, come visto, in gran parte auspicano, per ovvi motivi di costo).

Se, da un lato, la recente evoluzione delle teorie della regulation sta superando la tradizionale rigida dicotomia tra competizione e armonizzazione attraverso l'elaborazione della citata «terza via» collaborativa (ma conservatrice della storica *longa manus* delle realtà nazionali), quella denominata di *Regulatory Co-opetition*, al cui interno convivono modalità di cooperazione e di concorrenza<sup>(72)</sup>, dall'altro, utilizzando i criteri dell'analisi costi/benefici dell'attività di vigilanza<sup>(73)</sup>, i fattori critici vengono sostanzialmente meno.

---

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.

<sup>72</sup>(□) Vedi Padoa-Schioppa T., *Vigilanza Globale: un termine alla ricerca di un contenuto*, in *Globalizzazione e stabilità dei mercati finanziari*, Roma, 1998, e per il modello di *Regulatory Co-opetition*, Esty D.C. e Geradin, *Regulatory competition and economic integration*, a cura di Jackson J.H., Oxford, 2001, Majone G., *International regulatory cooperation: a neo-institutionalist approach*, e Macey J., *The “demand” for international regulatory cooperation; a public-choice perspective*, in *Transatlantic regulatory cooperation*, Oxford, 2000.

Si è correttamente osservato, peraltro, che le nuove tendenze in atto configurano una concorrenza estesa anche al settore privato: la competizione non necessariamente si realizza tra regolatori, ma anche tra questi ed attori privati cui vengono ordinatamente e progressivamente delegate alcune funzioni di indirizzo e di proposta regolamentare. A proposito Egan M., *Constructing a European Market*, Oxford, 2001.

<sup>73</sup> (□) Sull'idea che l'analisi di impatto della regolazione (AIR), e in particolare l'analisi costi-benefici, è un'importante strumento per la risoluzione di errori ed

Infatti, quei paesi incapaci di sopportare elevati costi di regolamentazione, a causa di probabili pressioni interne che spesso tendono ad influenzare negativamente l'adeguatezza delle politiche di vigilanza, potrebbero trovare proprio negli accordi sovranazionali (benché non offrano il carattere dell'imperatività) lo strumento per adottare misure politicamente troppo costose: la «delegazione» a istituzioni riconosciute e credibili in ambito internazionale, trasferirebbe a livello domestico uguali credibilità e efficacia delle misure, svincolando, inoltre, l'autonomia dei regolatori da ogni condizionamento locale.

Le radicali modifiche delle modalità regolative dell'attività finanziaria stanno profondamente mutando i tratti essenziali e classici della vigilanza, favorendo oggettivamente la sua proiezione sovranazionale, attraverso un abbassamento dei costi di negoziazione e di «delegazione» ad organismi minori, slegati e svincolati da limiti territoriali. Sono questi i riconosciuti caratteri fondamentali del cd. *New regulatory regime for financial stability* (<sup>74</sup>).

---

eccessi della regolazione (specie in strategie di *reregulation* e *deregulation*), ma che essa stessa non è la *soluzione* 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 e Perna R., *Alla ricerca della regulation economicamente perfetta – dalla teoria all'analisi dell'impatto della regolamentazione*, in *Mercato, concorrenza e regole*, n.1/2003. Entrambi convergono che l'AIR “non è una procedura alla quale affidare la valutazione sull'efficienza e sulla giustizia di un sistema nel suo complesso, ma più pragmaticamente un sistema per acquisire maggiori elementi conoscitivi.[...] Non strumento per fondare le scelte di regolazione, le quali non possono che derivare in prima battuta da opzioni puramente politiche, ma strumento di verifica e di segnalazioni di eccessi.[...] strumento di (limitata) conoscenza e non di decisione”. Cfr. Hawkesby C., *The institutional structure of financial supervision: a cost-benefit approach*, in *The Journal of International Banking Regulation*, 2000, pp.36 ss.

<sup>74</sup>(□) Llewellyn D.T., *A Regulatory Regime for Financial Stability*, in *Austrian National Bank Working Paper*, n.48/2000, 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

Non soltanto si sta realizzando il definitivo abbandono dell'impostazione «strutturale» (a favore di strumenti sempre più attenti a valorizzare le potenzialità e l'autonomia degli intermediari, soprattutto nelle materie di autocontrollo, gestione interna di rischi e efficiente governance), ma l'orientamento prevalente al perseguimento di una comune e paritaria «disciplina di mercato» (più volte richiamata in precedenza) permette, in linea di principio, di pensare a radicali cambiamenti nella stessa produzione delle norme.

La loro efficacia, infatti, sembra progressivamente legarsi ad un minor grado di dettaglio e alla definizione di principi-quadro che lasciano agli intermediari la valutazione circa le modalità di adesione e applicazione degli stessi, e li coinvolgono in forme più accentuate di *self-regulation* «controllata» e, per certi versi, «assistita», in ragione dell'obiettivo, come detto, di pervenire ad una vigilanza collaborativa e meno conflittuale.

---

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.

In sede europea, nel novembre 2001 è stato presentato il rapporto finale (c.d. Rapporto Mandelkern) del gruppo consultivo di alto livello per la migliore regolamentazione creato dai Ministri delle funzione pubblica. Esso contiene un'ampia serie di raccomandazioni volte a migliorare la qualità degli atti regolazione, sulla base di sette principi: Proporzionalità; Sussidiarietà; Trasparenza; Accountability, Accessibilità; Semplicità.

Ciò che però nei termini sembra condivisibile, deve scontare, tuttavia, i possibili trade-off e presupporre un costante sforzo di ricerca di equilibri tra le componenti, differenti, eterogenee e lontane.

Così, una lettura dettagliata del Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale, inteso come chiaro ed unico, per ora indicatore dei positivi risultati di un simile processo, può mettere a fuoco le potenzialità che le forme di autoregolamentazione possono avere nel creare una sorta di *public-private partnership* tra autorità di vigilanza e grandi istituzioni finanziarie, funzionale ad una maggiore «efficacia e cogenza» dei controlli internazionali <sup>(75)</sup>.

Lo stesso accordo rappresenterebbe la tipica manifestazione della «soft law», e cioè di quell'insieme di esperienze normative, fatte di accordi politici ed economici, non giuridicamente vincolanti, non obbligatori, ma ciò nonostante regolarmente rispettati perché espressione della società internazionale, e dunque del mercato, capace non solo di facilitare la negoziazione tra gli aderenti, ma anche di produrre per i singoli stati un vantaggio decisamente superiore ai costi di «perdita di sovranità» <sup>(76)</sup>.

Le caratteristiche di informalità e di flessibilità di tali forme possibili di soft law, insieme allo sviluppo di una rete di rapporti collaborativi concreti anche nella produzione stessa delle norme, sollevano, tuttavia, alcuni problemi applicativi, ad esempio ai fini della tutela giurisdizionale e della soluzione delle controversie, oppure con riferimento alla possibilità che principi-quadro e

---

<sup>75</sup>(□) Norton J.J., *“Qualified self-regulation” in the new financial architecture*, in *The journal of international banking regulation*, 2000, sottolinea come sia possibile incentivare un moderno ed efficiente sistema dei controlli attraverso modalità eteronome di autoregolamentazione.

<sup>76</sup>(□) Panebianco M., *Il G-7 ed il soft law istituzionale*, in *Studi in onore di Francesco Capotorti*, Milano, 1999. Vedi anche Kern, A., *The role of soft law in the legalization of international banking supervision: a conceptual approach*, in *ESRC Working paper*, n°168/2000. Bongini P. Locatelli R., *I controlli sulla adeguatezza patrimoniale: verso una nuova filosofia della vigilanza*, in *«Bancaria»*, n°10/1999.



clausole di carattere generale si prestino a soluzioni interpretative divergenti. In tal caso, non solo si renderebbero le normative poco vincolanti, ma soprattutto poco credibili (il rischio maggiore). Allo stesso tempo, va riconosciuto, proprio l'integrazione dei mercati potrebbe essere in grado di generare i cd. processi di *enforcement* delle norme stesse, nei meccanismi globali di pubblicità, di credibilità e di incentivo verso il rispetto degli standard concordati, per superare l'incentivo opposto e «controcorrente» di alcune realtà a non recepire tali precetti.

Questi nuovi approcci regolamentari riflettono, dunque, l'esigenza di trovare sul piano internazionale una sorta di «linguaggio comune», non solo tra gli Stati, ma primariamente tra le «vigilanze», e, quindi, di sviluppare nel massimo grado possibile un dialogo «trasversale», individuando (è questo l'obiettivo) nuove modalità organizzative dei poteri di controllo.

È tema quanto mai centrale quello degli assetti che gli intermediari privilegeranno per garantirsi più solide e preminenti posizioni sui mercati internazionali, se cioè prevarranno forma di specializzazione ovvero strutture «conglomerati».

La scelta e lo sviluppo di entrambe comporteranno in ogni caso il superamento di competenze dei controlli secondo gli attuali schemi, pur validi, dei limiti territoriali e settoriali. In altre parole, la collaborazione tra Autorità per definire adeguati criteri di trasparenza, capitalizzazione e prevenzione del rischio, appartiene sì ad una prassi positiva e consolidata, ma la stessa non potrà se non orientarsi all'individuazione di un soggetto che si faccia carico, assumendosi le relative responsabilità, di assicurare una supervisione «d'insieme» che possa coniugare una efficace vigilanza «globale» alla possibilità di intervento «rapido» sulle patologie e sulle crisi. I «tentennamenti» nelle sedi ufficiali (comunitarie, oltre che internazionali) circa l'individuazione del ruolo e della qualità di un *Lead Regulator*, espressione poi mitigata nella più comoda

*co-ordinator*, sottolineano le difficoltà nel realizzare forme di più avanzata integrazione della vigilanza, che tuttavia appaiono ormai irrinunciabili.

Le difficoltà sorgono al momento in cui occorre individuare la governance di questo nuovo assetto dei controlli. Infatti, le proposte più radicali di creare nuovi *international super-regulator*, specie a livello europeo, si sono scontrate, oltre che con le inevitabili resistenze alla cessione di competenze da parte delle Autorità nazionali (problema annoso, e, pare, di difficile soluzione), anche con i timori che simili strutture finiscano per diventare organizzazioni burocratiche «onnicomprensive» e poco efficienti, dotate di scarsa legittimazione democratica <sup>(77)</sup> (perché in buona sintesi «imposte») e soprattutto inclini agli involontari processi di *overregulation* o «iper-regolamentazione» <sup>(78)</sup>, poco attenta alle esigenze particolari e alle potenzialità, in termini di flessibilità e duttilità, dei mercati e degli operatori. Se ne è intravisto il perché, da un punto di vista teorico, accennando alle organizzazioni burocratiche.

Il generale rifiuto per la creazione di nuove entità non ha impedito, comunque, di immaginare una estensione delle competenze delle attuali istituzioni internazionali, che dovrebbero avere compiti più significativi di monitoring e di enforcement.

---

<sup>77</sup>(□) Strange S., *Chi governa l'economia mondiale?*, Bologna, 1998, si sofferma sui profili critici delle strutture internazionali di “global governance”.

<sup>78</sup>(□) A riguardo White W., *What have we learned from recent financial crises and policy responses?*, in *BIS Working papers*, n°84/2000; Cassese S., *Dalle regole del gioco al gioco con le regole*, *op.cit.*, qualifica gli eccessi di regolazione in termini di “ardore regolatorio”, osservando come come autorità di regolazione tendono a “risolvere i problemi creati da regole succedanee di una concorrenza ancora inesistente con altre regole, fino a perdere di vista il fine della regolazione che è di creare un mercato concorrenziale”. Cfr. Merusi F. *Giustizia amministrativa e autorità amministrative indipendenti*, cit., p. 200, il quale individua a questo riguardo una nuova figura di sviamento di potere. In generale sul tema delle “trasgressioni sistemiche” derivanti dalla regolazione intrusiva cfr. Buzzone G., *La regolazione intrusiva oggi*, in *Mercato, concorrenza e regole*, N. 2/2002, pp. 467 e ss. e Kahn A., *Whom the Gods Would Destroy or How Not Deregulate*, Washington, AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies, 2001.

Recentemente, infatti, è stata avanzata la proposta di realizzare una World Financial Authority, a struttura federale, e con ampie competenze di regolamentazione e di controllo, attraverso il potenziamento del Financial Stability Forum, presso la BIS (Banca dei Regolamenti Internazionali), un forum ritenuto più dotato di «familiarità» con i temi della disciplina dei mercati e della loro struttura, e che potrebbe <sup>(79)</sup> garantire una adeguata separazione tra compiti di supervisione e di macroregolamentazione, e responsabilità in ordine alla liquidità e al buon funzionamento dei sistemi. Altre proposte sono state fatte, e, in questo senso l'instaurazione di una nuova procedura di regolamentazione (procedura Lamfalussy), è un passo importante per la dialettica comune tra ordinamenti nell'elaborazione del diritto finanziario europeo <sup>(80)</sup>.

In conclusione, è evidente che il dibattito principale riguarda il possibile e, per certi versi, inevitabile scontro circa gli equilibri di potere tra ordinamenti nazionali, ma appare innegabile la convergenza verso una prospettiva di deciso «accentramento» della vigilanza. Allo stesso tempo, tuttavia, non potrà rimandarsi la necessità di pervenire ad un compromesso tra potere statale e processi globali, che comporteranno il passaggio dal principio della “*sovereign equality of states*” (sovranità nazionale e competenza «collaborativa») al principio della “*equally reduced sovereignty*” <sup>(81)</sup> (riduzione complessiva delle sovranità nazionali, e artificiosa creazione di una esclusiva sovranità internazionale riconosciuta in uno o più organismi sovraordinati). Un processo inevitabilmente lungo, che nel breve periodo è destinato a consolidare un modello di vigilanza a vocazione domestica, uniformato a criteri omogenei

---

<sup>79</sup>(□) Un esempio significativo si rintraccia nelle proposte e nelle decisioni dell'azione combinata a livello europeo, successivi alla Relazione del Comitato dei Saggi (Lamfalussy Report), che saranno oggetto di specifica analisi nel prossimo capitolo.

<sup>80</sup> (□) Vedi più avanti.

<sup>81</sup>(□) La definizione è di Simonovic I., *State sovereignty and globalization: are some states more equal?*, in *Georgia Journal of international and comparative law*, 2000.

attraverso «forme coordinate di cooperazione internazionale», il principio che «dal fondo» regge gli attuali progressi compiuti, di cui è d'obbligo fornire sintetici richiami.

### 3.2. Nuovi Assetti di Supervisione 1: Una Vigilanza Integrata per l'Europa?

In ambito europeo il dibattito sulla regolamentazione ha fatto emergere precisi fattori che giustificano e rendono ancora più facile un assetto sopranazionale delle vigilanza, invertendo il rapporto tra omogeneità regolamentare e organizzazione dei controlli.

Infatti, se le prospettive di armonizzazione sono state considerate come presupposto per una più stretta integrazione dei controlli, numerosi sono gli ostacoli che lastricano questa strada, (e proprio per questo che gli organi comunitari sono stati indotti a percorrere il percorso più sicuro della cooperazione), derivanti da limiti istituzionali <sup>(82)</sup> e dalle diverse valutazioni circa il modello organizzativo di *regulation* ottimale.

All'inverso si verifica un interessante fenomeno di “convergenza e divergenza tra diritto interno e comunitario”: “oltre alla trasformazione nazionale del modello comunitario, la verifica dell'anticipazione nazionale di future e condivise soluzioni comuni. Trasformazioni neo-istituzionalistiche di modelli comunitari, ma anche prospettazione di modelli trainanti nei confronti della Comunità e degli altri paesi che ne fanno parte <sup>(83)</sup>.”

---

<sup>82</sup> (□) Un'attribuzione di maggiori poteri di vigilanza in capo alla banca centrale europea, infatti, dovrebbe passare attraverso una modifica dei Trattati.

<sup>83</sup>(□) Merusi F., *Stato e mercato: convergenze e divergenze nei diritti amministrativi in Europa*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 2000.

Sicuramente è da sottolineare che l'analisi ormai approfondita sui diversi modelli teorici ha messo in evidenza il problema dell'individuazione di un equilibrio ottimale degli assetti di vigilanza <sup>(84)</sup>.

E inoltre, non possono tradursi automaticamente in altri sistemi, esperienze maturate in specifici contesti, rispondenti a esigenze tipicamente nazionali.

Così, una prospettiva ha proposto un assetto “misto” o “bi-direzionale (qualificato *twin peaks model*), con la creazione di due specifiche agenzie comunitarie, competenti, rispettivamente, sui controlli di stabilità e trasparenza e sulla tutela degli investitori, che a loro volta dovrebbero coordinare un'analogia organizzazione nei singoli paesi membri <sup>(85)</sup>.

Un simile assetto dei controlli presenta connotati di più forte specularità rispetto a quello degli intermediari, con l'asserita convinzione che una struttura di regolazione concentrata su specifici obiettivi, ha il pregio di una più chiara e trasparente definizione del mandato ad essa affidato <sup>(86)</sup>. Una allocazione di competenze tra più autorità è poi considerato un buon antidoto contro rischi di trade-off e contro il timore della creazione di grandi apparati

---

<sup>84</sup>(□) Llewellyn D., *The institutional structure of regulatory agencies*, introduzione al volume *How countries supervise their banks, insurers and securities market*, a cura di Curtis N., London, 1999, dopo aver elencato in maniera completa ed esauriente la serie dei modelli di vigilanza adottati nei diversi ordinamenti, precisa le diverse difficoltà di inquadrare un modello “perfetto”, o tanto meno efficiente nella generalità degli ordinamenti, dovendo con serenità accettare “l'inevitabilità dell'imperfezione”.

<sup>85</sup>(□) Di Giorgio G., Di Noia C. e Piatti L., *Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: a Four-Peak Proposal*, in *Wharton Financial Institution Center Working Paper*, n° 2/2001. Secondo i due autori, le strutture nazionali “avrebbero il compito da un lato di partecipare alla definizione delle strategie generali e dei principi di base della regolamentazione comune, e, dall'altro, di garantire il rispetto di tali regole sul proprio territorio.[...] “una Commissione per la supervisione del sistema finanziario dovrebbe assicurare il successo della cooperazione tra le diverse autorità comunitarie”.

<sup>86</sup>(□) A riguardo Goodhart C., Hartmann P., Llewellyn D., Rosajas-Suarez L., e Weisbord S., in *Financial regulation*, London, 1998.

visti come centri di interesse autoreferenziale e con basso grado di *accountability*.

Ma questa soluzione, tra l'altro accolta in diversi paesi <sup>(87)</sup>, presuppone e rafforza l'esigenza di un'intensa attività di coordinamento tra le diverse Autorità, ponendo anche il problema della loro localizzazione. Inoltre, non è facile tracciare una netta linea di demarcazione tra i diversi obiettivi di vigilanza <sup>(88)</sup>.

La concentrazione dei poteri di regolazione in capo ad un unico soggetto con poteri di controllo su stabilità e trasparenza, potrebbe prevenire questi rischi, semplificando i processi di coordinamento e creando un unico interlocutore nei confronti degli intermediari <sup>(89)</sup>.

Le controindicazioni di questo assetto organizzativo risiedono sia nei possibili conflitti tra finalità, sia nell'attribuzione della "missione", che, se troppo ampia potrebbe sottrarre al controllore una più attenta verifica del proprio operato e delle *performance* <sup>(90)</sup>. Sotto questo profilo, si sottolineano ancora i vantaggi della competizione tra più organismi <sup>(91)</sup> e tra i diversi "stili" di vigilanza.

Fino ad ora, comunque, i tentativi di analisi comparata dei costi e dei benefici delle diverse modalità di consolidamento della regolazione non hanno dato

---

<sup>87</sup>(□) L'esempio più importante e, probabilmente conosciuto a riguardo è quello australiano.

<sup>88</sup>(□) Vedi Bruni F., *Alla ricerca di una regolamentazione finanziaria per l'Europa: fra vecchi e nuovi problemi*, in Fondazione Rosselli, *Dalla banca all'eurobank, Nuovi mercati e nuove regole*, Milano, 2001.

<sup>89</sup> (□) Cfr. Vella F., *Banca Centrale Europea, Banche Centrali Nazionali e vigilanza bancaria: verso un nuovo assetto dei controlli nell'area dell'euro*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2002, p.164: "Una simile soluzione appare meno innovativa rispetto a quella del *single regulator*, e forse per questo maggiormente in grado di superare le inevitabili resistenze degli Stati membri a cedere i poteri di controllo nazionali, anche se presuppone un'architettura istituzionale più complessa e ambiziosa".

<sup>90</sup>(□) Per una più attenta disamina del sistema di vigilanza accentrato con i problemi connessi, vedi paragrafo che segue.

<sup>91</sup> (□) Goodhart C., *The organisational structure of banking supervision*, *op.cit.*

esiti definitivi <sup>(92)</sup>; inoltre nella prassi i modelli richiamati non hanno avuto certo un'applicazione uniforme a livello nazionale: i paesi che si sono orientati verso l'Autorità unica, in realtà, lo hanno fatto seguendo strade diverse, sotto il profilo della architettura istituzionale prescelta e delle competenze attribuite alle autorità <sup>(93)</sup>.

Un confronto sulle “forme” d'integrazione dei sistemi di vigilanza, naturalmente, comporta anche l'esigenza di affrontare ulteriori e rilevanti profili, sulle strutture di *governance*, sul grado di dipendenza e autonomia, sul livello di *accountability*.

La supervisione, poi, è composta di elementi quali la vicinanza con gli operatori, il contatto, costante, con la realtà dei mercati, l'acquisizione delle informazioni e il controllo sull'organizzazione e sull'attività degli intermediari <sup>(94)</sup>.

---

<sup>92</sup>(□) Hawkesby C., *The institutional structure of financial supervision: a cost-benefit approach*, in *The Journal of international banking regulation*, 2000.

<sup>93</sup>(□) Per un quadro completo delle strutture di vigilanza e regulation dei principali paesi europei, vedi schema in appendice.

<sup>94</sup>(□) Bruni F., *Alla ricerca di una regolamentazione finanziaria per l'Europa: fra vecchi e nuovi problemi*, *op.cit.*, sottolinea il fatto che “il vantaggio informativo dovuto alla prossimità geografica vale solo per le attività finanziarie che mantengono una dimensione e una rilevanza regionali e nazionali. Là dove invece operazioni od operatori finanziari assumono rilievo transnazionale, i singoli vigilanti nazionali non possono avere un quadro informativo completo ed equilibrato, ameno che fra di loro non vi sia uno scambio di informazioni continuo e obbligatorio, talmente intenso da richiedere un'organizzazione sistematica ed un coordinamento che configurerebbero di per sé un'istituzione di vigilanza centrale. Sullo stesso tema Fazio A., *Finanza, stabilità e sviluppo*, in *Banca d'Italia, Documenti*, n°697/2001, sulla questione dell'efficienza della vigilanza, privilegia “una vigilanza incardinata negli ordinamenti giuridici nazionali per la stretta connessione delle sue attribuzioni con istituti normativi pubblici e privati, per l'assicurazione dei depositi, per i possibili riflessi sulle finanze pubbliche”.

In altri termini, le specificità legate direttamente al territorio europeo non devono essere disperse, ma al contrario valorizzate, secondo un necessario indirizzo unitario che l'evoluzione del mercato europeo richiede e impone (<sup>95</sup>).

### 3.3. Nuovi Assetti di Supervisione 2: Una Vigilanza Accentrata per l'Europa?

Alla luce della nuova linea di regolamentazione avviata con la procedura Lamfalussy e della crescente interazione dei diversi settori del mercato europeo, si inizia a discutere a livello di economicità ed efficacia del controllo, se sia opportuno continuare sulla via intrapresa ovvero se sarebbe più utile istituire un' autorità unica per tutti i mercati europei (<sup>96</sup>).

Non è un caso poi, che le recenti tendenze che sembrano orientarsi nella prospettiva della concorrenza tra regolatori in ambito europeo, hanno messo in evidenza come più i sistemi finanziari sono integrati più aumentano i costi di un "asimmetria regolamentare" e come sia, più vantaggiosa la creazione di un unico regolatore in funzione difensiva rispetto a possibili invadenze di altri organismi (<sup>97</sup>).

E da tempo si analizza la coerenza di questa linea con lo spirito comunitario, in un dibattito che fa emergere, però il possibile contrasto tra il "bisogno" di

---

<sup>95</sup> (□) Padoa Schioppa T., *L'Europa verso l'Unione monetaria*, Torino, 1992.

<sup>96</sup>(□) Sulla scelta dei diversi modelli Giavazzi F., *Catturati dal codice Preda*, riferisce di uno studio – *Governance and bank valuation*, di G. Caprio, L. Laeven, R. Levine – secondo cui assetto della vigilanza, riparto di competenze tra le autorità e finanche loro indipendenza "sono pressoché irrilevanti".

<sup>97</sup>(□) Herting G., *Regulatory competition for EU financial services*, in *Regulatory competition and economic integration*, op cit, che rimarca i problemi connessi ad un'integrazione incrociata tra ordinamenti europei.

Vedi anche Dell'Araccia G. e Marquez R., *Competition among regulators*, relazione presentata al convegno "*Financial supervision of banks and specialized banks in the EU*".



vigilanza sopranazionale e una pluralità di “vigilanze”, ancora fortemente legate ai confini statuali <sup>(98)</sup>.

Le ragioni richiamate per un assetto unitario della supervisione <sup>(99)</sup> investono, infine, i profili della tutela della correttezza e della trasparenza nella operatività degli intermediari.

---

<sup>98</sup> (□) De Luna Martinez J. e Rose T. A., *Intrnational survey of integrated financial sector supervision*, in *Policy Research Working Papers*, n. 3096, July, World Bank, Washington, hanno condotto un’indagine attraverso questionari in un gruppo di 15 paesi che hanno adottato il modello del *Lead regulator*. In primo luogo l’indagine mostra come all’interno delle agenzie unificate di vigilanza, vi è una notevole eterogeneità all’interno dello stesso gruppo: non solo alcuni paesi hanno adottato soluzioni parziali, unificando solo alcuni segmenti finanziari, ma anche quelli che hanno unificato tutte le responsabilità in un’unica agenzia in alcuni casi le hanno affidato vasti poteri, in altri questi sono piuttosto limitati. Un secondo aspetto che è emerso dall’indagine è che soltanto pochi paesi sono stati in grado di disegnare un’unica intelaiatura per rendere coerenti i precedenti assetti regolamentari; nella maggior parte dei casi l’opera di integrazione settoriale resta limitata. Sembra poi esservi – terzo risultato dell’indagine – maggiore integrazione e coerenza nella regolazione delle banche e degli intermediari piuttosto che tra banche e assicurazioni. Infine la maggior parte dei paesi ha incontrato notevoli problemi nell’istituire e rendere operativa la propria agenzia unica: fuoriuscita del personale, difficoltà di natura legale, scarsa focalizzazione del nuovo mandato, sovrapposizione dei sistemi e dei metodi dell’apparato di maggior dimensione e dimensione, sono solo alcune delle difficoltà del nuovo corso di regolazione adottato.

<sup>99</sup>(□) Filosa R., *Livello nazionale o europeo delle Autorità nei mercati finanziari?*, in *Le Autorità indipendenti e il buon funzionamento del mercato*, *op.cit.*, afferma che se a livello europeo, l’unicità delle regole nei mercati creditizi e, più in generale finanziari è indispensabile, è quanto meno dubbio che la vigilanza accentrata sia necessaria e perfino desiderabile. Ciò per diverse ragioni. La prima è che la vigilanza accentrata avrebbe grandi difficoltà operative a causa delle differenze nei sistemi giuridici dell’Ume. La seconda è che non vi è consenso condiviso perfino all’interno di uno stesso paese sulla scelta degli assetti di controllo da adottare e perfino se il modello del regolatore Unico sia preferibile. La terza ragione risiede nel fatto che l’unificazione dei mercati finanziari in Europa e il venir meno dei confini fra attività bancaria, intermediazione in titoli e attività assicurativa coesistono con il persistere di importanti differenze nei diversi ordinamenti nazionali fra i tre principali segmenti dell’industria finanziaria”. Cfr Cavazzuti, *op.cit.*, che pone il tema dell’unicità delle regole e la questione della concorrenza “tra” e “nei” mercati dei valori mobiliari. L’autore afferma che “privilegiare la convergenza, piuttosto che l’armonizzazione, possa rappresentare un buon equilibrio tra le esigenze contrapposte della armonizzazione e della competizione tra sistemi regolamentari”. Esiste un problema

Il dibattito circa la *reductio ad unitatem* vive proprio in questi anni un intenso fermento: pressoché tutta la dottrina conviene però della necessità di agganciare un giudizio sull'opportunità dell'unificazione non già ad un modello astratto e ideale, bensì ad una valutazione pragmatica dell'economia e del grado di interazione dei mercati così come sono *hic et nunc* <sup>(100)</sup>. E tuttavia la medesima dottrina differisce proprio in tale valutazione, con qualche autore che ritiene il sistema sufficientemente integrato <sup>(101)</sup>, e altri studiosi che invece sottolineano la persistenza di determinanti specificità.

Così chi ritiene che ancora il processo di integrazione sia ancora in una fase primordiale, di fronte alla quale la creazione di un'unica authority accentrata si rivelerebbe di difficile realizzazione <sup>(102)</sup>: la sussistenza di spiccate differenze

---

di internazionalizzazione che si riflette nell'esigenza di individuare un "nocciolo duro" di uniformità delle diverse legislazioni. E Denozza, *op.cit.*, che nota come "abbiamo più di 40 Autorità europee che applicano diverse leggi con diverse prassi e, sostanzialmente, nessun vero controllo centrale" poi ancora afferma che l'armonizzazione implica una serie di aspetti problematici "che i giuristi conoscono benissimo ma che, in genere tendono a dimenticare: una norma ha effetti diversi a seconda del contesto in cui è inserita, cioè la stessa norma, inserita in un contesto normativo A, piuttosto che in un contesto normativo B, produce effetti diversi", per cui conclude che "allo stato attuale esistono situazioni nelle quali l'armonizzazione è semplicemente impossibile".

<sup>100</sup>(□) Così ad esempio, Merusi F., in *Ex pluribus unum? I termini del problema sull'unificazione dei regolatori finanziari* e Manghetti G., *Quali soluzioni istituzionali nell'Unione Europea?*, entrambi in *Banca Impresa Società*, n. 3/2001, e Lamandini M., *Due principi per la riforma della vigilanza finanziaria*, in *Il Sole 24 Ore*, 8 Giugno 2002, che ricorda che anche il governatore della Banca d'Inghilterra ha sostenuto che "nessuna struttura può essere scolpita nella pietra".

<sup>101</sup>(□) Vedi Segni A., *I mercati e i valori mobiliari*, Milano, 2003, e Fanfani L.- Russo F.M., *Autorità: unicità o pluralità di vigilanze?*, *op. in cors di pubb.*, che sembrano orientarsi su questa linea di tendenza.

<sup>102</sup>(□) Così Sarcinelli M., *Vigilanza, i dubbi sull'autorità unica 'sganciata'*, in *Il Sole 24 Ore*, 29 Novembre 2001 e *Livello nazionale o europeo delle Autorità nei mercati finanziari?*, che afferma chiaramente: "l'autorità unica di supervisione non ha il mio favore per molteplici ragioni: l'efficacia nel raggiungere gli obiettivi e l'efficienza nel ridurre i costi è ancora da dimostrare; la commistione tra la supervisione prudenziale e quella incentrata sulla trasparenza e sull'osservanza delle regole di condotta può dar luogo a contaminazioni indesiderate e richiede qualifiche professionali diverse..A mio

tra settore bancario e finanziario, nonché le peculiarità del settore assicurativo ne sarebbero la corroborazione <sup>(103)</sup>. Altre perplessità sorgono dall'introduzione di una "pletorica organizzazione burocratica", circa il rischio di conflittualità tra missioni dissimili affidate a un unico organismo <sup>(104)</sup>, circa la difficoltà di stimare il rendimento dello stesso incrementando la sua discrezionalità <sup>(105)</sup>, circa il pericolo di dilapidare esperienze sedimentate negli anni.

Si affiancano, inoltre, considerazioni concernenti la maggiore efficacia di una vigilanza per così dire suddivisa <sup>(106)</sup>, l'opportunità di introdurre concorrenza anche tra i controllori e non solo tra i controllati <sup>(107)</sup>, e infine l'interrogativo

---

avviso, la creazione finalmente di un mercato bancario e finanziario unico è opera non meno importante della Bce e dell'euro. Completare la struttura economico-finanziaria dell'Unione è un imperativo cui non si deve rinunciare, proprio perché siamo in presenza di uno sforzo per costituzionalizzare i Trattati".

<sup>103</sup>(□) Il riferimento è a Ciocca P., *Vigilanza: una o più istituzioni?* e, *La nuova finanza in Italia*, Milano, 2000 e Vella F., *Gli assetti organizzativi del sistema dei mercati globali e ordinamenti nazionali*, entrambi in *Banca Impresa Società*, n°3/2001. Il primo afferma la necessità di "evitare il coagulo del potere amministrativo, in una materia delicatissima". Ritenendo che una "una mega-authority coinvolgerebbe un potere così ampio che difficilmente la politica rinunciarebbe ad una qualche forma di controllo su di essa, di eterodirezione". Il policentrismo della vigilanza, invece, limita sia l'abuso di quel potere sia la politicizzazione, di diritto o di fatto, della vigilanza. E' l'antico, basilare, insegnamento di Montesquieu". Tuttavia anche in un ottica di diffusione o di bilanciamento di poteri, la creazione di un unico super-regulator potrebbe porre evidenti problemi di responsabilità e di legittimazione democratica. Vella ricorda, a proposito, che "una allocazione di competenze tra più Autorità è..considerata un buon antidoto contro la diffusione del leviatano: e cioè il timore della creazione di grandi apparati visti come centri di interessi autoreferenziali".

<sup>104</sup>(□) Visco V., *Anche la stabilità tutela il risparmio*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 Gennaio 2004, secondo cui si correrebbe il rischio di subordinare la correttezza alla stabilità.

<sup>105</sup>(□) In questa maniera Vella F., *Gli assetti organizzativi del sistema dei mercati globali e ordinamenti nazionali*, *op.cit.* che evidenzia come "una missione troppo ampia potrebbe contribuire a sottrarre il controllore ad una più attenta verifica dell'efficienza del proprio lavoro".

<sup>106</sup>(□) Belli F., *Note a margine della vigilanza*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1998, il quale sostiene che "quattro occhi vedono più di due".

<sup>107</sup>(□) Ciocca P., *Vigilanza: una o più istituzioni*, che, commentando il sistema statunitense fondato sul pluralismo dei soggetti di vigilanza, riscontra come in

se sia razionale unificare la vigilanza in assenza di un quadro regolamentare comune <sup>(108)</sup> e quali possano essere i costi e i tempi della transizione ad un sistema diverso <sup>(109)</sup>.

Argomentazioni, queste, cui si contrappongono le posizioni dei sostenitori della necessità di un accentramento istituzionale di un'unica grande authority a livello europeo: il raggiungimento di una spiccata interdipendenza tra mercati e operatori <sup>(110)</sup>, il rischio di contagi e shock sistemici trasversali ai settori <sup>(111)</sup>, i continui e reciproci trapianti di norme <sup>(112)</sup>, le continue novità delle reti di distribuzione dettate dallo sviluppo tecnologico.

---

America “le sovrapposizioni sono accettate, volute, per la dialettica, per la concorrenza, che assicurano fra le diverse istituzioni, evitando ogni monopolio”.

<sup>108</sup>(□) Vedi Sarcinelli M., *Il risparmio chiede modifiche a tutto campo*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 Gennaio 2004, secondo cui il problema della ripartizione della vigilanza è marginale rispetto alla numerosità degli interventi che andrebbero garantiti al regulatory regime.

<sup>109</sup>(□) Non vanno trascurate le necessità di trasferimento del personale, di nuovi regolamenti attuativi, di prassi da creare. Per Cardia L. *op. cit.*, I rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio, è “opportuno evitare scossoni traumatici o iniziative di accorpamento,..che potrebbe tradursi sul piano operativo, almeno in un primo periodo, in un calo di efficienza”. Padoa-Schioppa T., in *Il Sole 24 Ore 9 Gennaio 2004, E' l'ora delle authority gemelle*, sostiene che “una nuova istituzione, nata da una maxifusione, per qualche anno non pensa altro che a se stessa”.

<sup>110</sup>(□) Il ruolo delle banche, la moneta unica, la creazione di operatori multicomparto, le polizze innovative, la formazione di conglomerati, l'internazionalizzazione hanno mutato non solo i confini geografici, ma anche quelli operativi tra i diversi ambiti. Vedi Bessone M., *I mercati mobiliari*, Milano, 2002, che sottolinea come “il regolamento di confini che per un'intera fase storica aveva permesso di distinguere in modo lineare tra settore del credito, assicurazioni e mercato dei valori mobiliari infatti non appartiene ormai più alla realtà dell' economia finanziaria” e che, nel rispetto delle regole del mercato, “ormai molto spesso a tutti è consentito fare tutto”.

<sup>111</sup>(□) L'interdipendenza dei mercati comporta necessariamente, in caso di crisi, un effetto domino che un' Authority unica potrebbe governare coerentemente.

<sup>112</sup>(□) Segni A., *I mercati e i valori mobiliari*, parla di “esempi di trasmigrazione di disciplina tra settori, fenomeno fondato sulla convinzione che, pur nella diversità degli ambiti, si pongono esigenze di protezione degli interessi coinvolti sostanzialmente simili”.

Però, anche in questo caso, sono emerse proposte in parte diverse: si è così fatto riferimento ad una sola autorità sopranazionale riconducibile alle Nazioni Unite <sup>(113)</sup>, organismo però privo del patrimonio di informazioni e delle necessarie esperienze che appartengono ad altre istituzioni internazionali. Altri autori hanno fatto avanti l'idea del Fondo Monetario Internazionale <sup>(114)</sup>, che, tuttavia, per un esercizio coerente di funzioni e sistemi di controllo, presuppone una revisione della struttura, secondo criteri di trasparenza e valutazione circa l'efficienza della sua operatività.

Infine, su posizioni intermedie di accentramento e integrazione dei controlli è l'ipotesi del modello di reti, dove la regolazione sarebbe accentrata per tutti i settori finanziari in un'unica autorità europea e lascerebbe la supervisione alle *authority* degli Stati nazionali <sup>(115)</sup>. Ciò comporta una forte collaborazione tra i

---

<sup>113</sup> (□) Così Rossi G., *Un'autorità sopranazionale per i mercati finanziari?*, in *Riv. Soc.*, 2000, "l'unico organismo che sia oggi in grado di gestire i problemi della globalizzazione dei mercati finanziari con autorità, autorevolezza e visione d'insieme". Anche se lo stesso autore afferma che "dopo i recenti sviluppi internazionali il ruolo dell'Onu va sospeso", dubitando della sua "stessa sopravvivenza" e riaffermando "l'utopia di un'autorità sopranazionale"; Rossi G., *Il conflitto epidemico*, Adelphi, Milano, 2003.

<sup>114</sup>(□) Vedi Kapur D. e Webb R., *Governance-related conditionalities of the international financial institutions*, G-24 Discussion paper, n°6/2000 e Gianviti F., *The reform of the International Monetary Fund (conditionality and surveillance)*, in *The international lawyer*, 2000.

<sup>115</sup>(□) Vedi Sarcinelli M., *L'organizzazione e la distribuzione dei compiti tra le autorità nazionali e quelle europee per la vigilanza bancaria e finanziaria*, in *Bancaria* n°5/2002, "„Ritengo indispensabile giungere a un accentramento della regolamentazione tale da evitare nel tempo le derive nazionali nell'applicazione, nell'interpretazione e anche nella modificazione delle norme, non ne vedo affatto la necessità per la supervisione. Anzi, in questo campo mi spingerei sino a dire che v'è la necessità opposta, quella di far sì che il supervisore sia quanto più possibile fisicamente vicino al mercato e agli operatori". Dello stesso autore si veda *Oltre i Trattati, in nome del mercato*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 Dicembre 2000.

Un punto di vista abbastanza diverso è offerto da Merusi F., *op. cit.*, che ritiene che in seguito all'introduzione dell'euro, la vigilanza europea, specie quella bancaria debba accentrarsi in sede sopranazionale, *naturalitier* presso la banca Centrale Europea. A suo avviso, "sorgerà spontaneamente l'esigenza di superare i mercati nazionali comunicanti con la tecnica del mutuo riconoscimento, per passare al riconoscimento

piani delle reti di supervisione e un necessario coordinamento con il regolatore centrale, specie per il controllo in sede bancaria (<sup>116</sup>).

Le posizioni ancora sono rimarcate: l'opportunità di un organismo che abbia una visione d'insieme su stabilità ed efficienza (<sup>117</sup>), la duttilità della normazione in contrapposizione al rischio di *overregulation*, la riduzione dei costi per lo Stato e per le imprese. La creazione di un' unica Autorità, infine, porrebbe fine ai rischi di duplicazioni, alla confusione di responsabilità, ai timori reverenziali di alcuni organismi nei confronti di altri.

---

dell' esistenza di un unico mercato europeo. E...sorgerà...l'esigenza che tutte le imprese bancarie...seguano le stesse regole prudenziali, dettate, di necessità, da un'unica Autorità di vigilanza.

<sup>116</sup>(□) Sarcinelli M., *L'organizzazione e la distribuzione dei compiti tra le autorità nazionali e quelle europee per la vigilanza bancaria e finanziaria*, in *Bancaria* n°5/2002, "Per usare una terminologia giuridica, nel campo della supervisione dei mercati si avrebbe una competenza concorrente che si articola nell'operatività a livello nazionale con un forte coordinamento e una cooperazione strutturata, non episodica a livello europeo". E ancora, però sulla vigilanza bancaria : "*Quid della supervisione bancaria?..nel caso della supervisione bancaria.. il coordinamento e la cooperazione in sede europea si pongono in termini più cogenti che in quello della supervisione dei mercati*". Si veda, in proposito, anche Iozzo A., *Livello nazionale o europeo delle Autorità nei mercati finanziari?*, "In un sistema federale come quello americano e come quello che, auspicabilmente, si dovrebbe costruire in Europa, la vigilanza può essere definita, come principio generale, come competenza 'concorrente' esercitata sia a livello federale che dagli Stati membri. E tali considerazioni inducono l'autore a sostenere "l'inopportunità di concentrare in un unico centro le diverse vigilanze".

<sup>117</sup>(□) Onado M. e Minervini G., *Efficienza dei sistemi finanziari e tutela del risparmio: disciplina o deregolamentazione?*, in *Regolazione e concorrenza*, a cura di Tesaurò G. e D'Alberti M., Bologna, 2000, si soffermano sull'importanza di creare un unico controllore europeo in chiave di tutela dei risparmiatori e di concorrenza tra intermediari; mentre Spaventa L., *Incontro annuale con il mercato finanziario*, Consob, Milano, 5 Aprile 2001, ritiene incompatibile con tali differenze la figura di un "regolatore unico".

Un quadro maggiormente armonizzato costituisce, sicuramente, un'ambiente più favorevole all'accentramento della vigilanza e all'inverso il "regolatore unico" potrebbe costituire un'importante fattore propulsivo verso il superamento delle diversità che hanno frenato l'integrazione dei mercati.

Nel dibattito tra le varie soluzioni adottabili e la scelta dei modelli che meglio si conformano all'ordinamento europeo, è interessante vedere il quadro regolamentare adottato nei diversi paesi. Ci si soffermerà sulla natura e la struttura delle autorità, il grado di accentramento, la cooperazione interna e internazionale, i profili storici e le differenze con i modelli precedenti.

#### 3.4. Il caso del regolatore unico: La Fsa inglese

L'assetto del sistema dei controlli britannico è stato, fino alla fine degli anni novanta piuttosto frammentato. L'esistenza di tre distinti segmenti di mercato, nel settore degli istituti di credito ha dato luogo alla nascita di un approccio di vigilanza fondato storicamente sulla self-regulation e sull'attribuzione dei poteri ad un soggetto privato di diritto speciale.

In realtà già il contemperamento tra eteroregolamentazione e autoregolamentazione realizzato con il Financial Services Act del 1986 aveva innescato nel campo della disciplina dell'intermediazione un effetto emulativo contribuendo a generare la legge SIM italiana: la riforma inglese affiancò alla vigilanza sugli intermediari delle tradizionali SRO – self regulating organizations - quella del Secretary of State for Trade and Industry, che tuttavia trasferì tale funzione alla SIB, una società privata senza fini di lucro<sup>(118)</sup>. E tuttavia è stata la creazione di un unico organismo di vigilanza

---

<sup>118</sup>(□) Come ricorda Annunziata F., *Il ruolo del Securities and investment board nel sistema inglese a doppio livello*, in *La riforma della CONSOB nella prospettiva del mercato mobiliare europeo*, p. 181, si trattò di una rivoluzione per l'Inghilterra, abituata al monopolio dell'autoregolamentazione, che provocò dissensi nella City. I poteri di vigilanza furono affidati in prima battuta ad un soggetto pubblico, il Secretary of State, ma con la potestà di devolverli ad una designed agency, che fu nel 1987 individuata nell'antesignano della FSA, il SIB (Securities and Investment Board). Pur potendo il

sull'intero sistema finanziario, la Financial Services Authority (<sup>119</sup>) - anch'essa private company, istituita con il Bank of England Act del 1998 (<sup>120</sup>) e rafforzata con il Financial Services and Markets Act (FSMA) del 2000 (<sup>121</sup>) e

---

Secretary of State riassumere completamente i poteri, questi divennero propri del SIB anche in assenza di nesso gerarchico: il SIB era una limited company costituita nel 1985 tra un banchiere e un agente di cambio cui così venivano attribuite funzioni pubbliche e che dunque era assoggettata ad un regime speciale l'ulteriore particolarità era che la vigilanza si limitava al settore dell'intermediazione, non anche a i mercati e alle società going-public.

<sup>119</sup>(□) Si tratta di un "independent non-governmental body" ed il suo consiglio è composto da un presidente, un funzionario principale, due manager e ben undici membri non esecutivi, tra cui uno designato dalla Bank of England. Essa è dotata di 2500 dipendenti e di un budget, di recente aumentato, di 10mila dollari. Alla Banca d'Inghilterra resta la competenza in materia monetaria, che esercita in maniera indipendente solo dal 1997 sempre per "intuizione" del cancelliere Gordon Brown.

<sup>120</sup>(□) In realtà l'unificazione della vigilanza sui mercati finanziari e sul settore creditizio avvenne già il venti maggio del 1997, quando alla SIB vennero attribuiti poteri su emittenti e mercati e fu prefigurato il trasferimento dei poteri di vigilanza bancaria spettanti prima alla Bank of England.

Ciò fu possibile anche per la scarsa rilevanza della Banca Centrale, storicamente dotata in maniera prevalente di poteri di soft law, come ricostruisce Gualandri E, *Sistemi finanziari e normative di vigilanza*, Milano, 1987, ma che continua a collaborare con la FSA per la financial stability. La SIB divenne FSA nell'ottobre 1997 e, in esito allo studio di una commissione che definì inefficiente la frammentazione della vigilanza, acquisì i poteri di vigilanza bancaria nel giugno 1998. Come si evince dal sito [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk), è preferibile "a single legal framework instead of the several used by predecessor organization". Il fatto che essa sia affidata ad una società a responsabilità limitata, benché governata da un Consiglio nominato dal Ministro del tesoro, è il prodotto della storia inglese.

<sup>121</sup>(□) Con quest'atto la FSA è divenuta davvero l'unica Authority finanziaria. Sono state, infatti, soppresse la Building Societies Commission, la Friendly Societies Commission, l'Investment Management Regulatory Commission, la Personal Investment Authority, la Securities and Futures Authority e le loro attribuzioni sono state concentrate nella FSA. Va ribadita, tuttavia, la persistenza dell'Occupational Pensions Regulatory Authority, nata dal Pension Act del 1995, e considerato il ruolo di collaboratore assunto in materia di stabilità dalla Bank of England. La FSA è dotata di rilevanti poteri sanzionatori: Sabbatini R., *Sanzioni, un abisso tra Italia e UK*, *Il Sole 24 Ore*, 4 ottobre 2003, analizza l'irrogazione di una multa da 2, 7 milioni di Euro recentemente irrogata alla banca Lloyds TSB per aver venduto obbligazioni ad alto rendimento senza una chiara esposizione dei rischi, nonché i suggerimenti circa i rimborsi ai risparmiatori, differenziati sulla base della loro esperienza. La FSA reclama un ulteriore allargamento delle sue competenze: richiede, infatti, di poter



con altre attribuzioni più recenti <sup>(122)</sup> - a costituire il vero paradigma per molti legislatori del Vecchio continente. La Financial Services Authority è un unico organismo incaricato di svolgere la vigilanza sul sistema creditizio, finanziario ed a breve assicurativo <sup>(123)</sup> – in luogo della pleora di Autorità del sistema previgente – e di assicurare sia la stabilità e sia la trasparenza, secondo i principi di economicità, efficienza, responsabilità, proporzionalità, innovazione, internazionalità e competizione <sup>(124)</sup>.

#### 3.4.1. Gli altri Stati europei con Autorità unica

La scelta inglese di unificare l’Autorità di vigilanza ha fatto proseliti in Europa. La Germania ha istituito, nel marzo del 2002, il BaFin <sup>(125)</sup>, Autorità di

---

compiere inchieste dirette sui conti degli emittenti ed interventi sulle società di revisione, ambito questo che è ancora di spettanza del Financial Reporting Review Panel di derivazione governativa.

<sup>122</sup>(□) *A Loundres, la FSA jouit de très graund pouivoirs*”, in *Le Monde*, 24/11/03. Infatti, la FSA sarà competente anche per i prestiti ipotecari dall’ottobre 2004 e per i contratti assicurativi dal gennaio 2005.

<sup>123</sup>(□) L’FSA ha competenza anche sui fondi pensione individuali, in condominio con l’OPRA (Occupational Pensions Regulator Authority): quest’ultima, tuttavia, vigila in esclusiva sulla restante porzione di previdenza privata.

<sup>124</sup>(□) Hall M., *The evolution of financial regulation and supervision in the UK: why we ended up with the financial services Authority*, in *Banca Impresa e Società*, n°3/2000. Secondo Niada M., *I sette anni della Fsa, gendarme unico della finanza inglese*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 Dicembre 2003, un settennato è un periodo troppo breve per esprimere un giudizio: sta di fatto che in questo periodo non si sarebbero riproposti scandali delle proporzioni del Barings e della Bcci, che avevano accelerato il processo di unificazione. Dello stesso avviso De Nicola A., *Vigilanza, un arcipelago da rivisitare*, che suggerisce di non trarre conclusioni empiriche affrettate dall’esperienza così breve come quella della Fsa. Critico sui risultati è, invece, Cardia L., *op. cit.* secondo cui il numero di insolvenze dichiarate nel Regno Unito, ancora superiore alla media europea, rappresenta una spia della valenza non taumaturgica della riforma inglese.

<sup>125</sup>(□) Krause J., *Reinsurance Supervision in Germany*, in *www.bafin.de*. Si tratta del Bundesanstalt fur Finanzdienstleistungsaufsicht, dotato di 1500 dipendenti e istituito dopo un lungo dibattito concernente la compatibilità dell’unificazione

vigilanza e di regolazione unica per i settori bancario, finanziario ed assicurativo finalizzata alla stabilità e alla tutela dei consumatori: precedentemente, il sistema era frammentario, con l'ubicazione a Francoforte della BaWe (l'organo, monocratico, di supervisione dei mercati) ed a Bonn della BAK (Bundesaufsichtsamt fuer das Kreditwesen) <sup>(126)</sup>. La nuova "All Finanz Authority", fortemente voluta dal cancelliere Schroeder dopo lo scandalo del Neur Market, conserva le due sedi, si sostituisce anche al vecchio ISVAP tedesco <sup>(127)</sup> e coopera con la Bundesbank, cui sono devoluti residuali compiti di vigilanza sulla stabilità nel settore creditizio <sup>(128)</sup>. Il sotto-modello tedesco, tuttavia, si differenzia dal prototipo inglese perché sotto l'egida del BaFin, che costituisce un'istituzione unica, operano in effetti tre organismi comunicanti che da esso si diramano: il BaKred, che controlla il sistema bancario assieme alla Bundesbank, il Bav, deputato alla vigilanza sul settore assicurativo, e il BaWe, gendarme su mercati finanziari <sup>(129)</sup>. L'architettura istituzionale della vigilanza tedesca, tuttavia, è tutt'altro che assestata: se

---

intersettoriale con la conservazione di un modello geograficamente decentrato, con apposite commissioni presenti nei Lander. La scelta è avvenuta in seguito ad accurati studi empirici circa l'interdipendenza dei settori finanziari ed è stata favorita da numerosi scandali (Neur Market, Kirch, Holtzman), dal modello tedesco di "banca universale" e dal fatto che la vigilanza sul sistema creditizio non è mai stata affidata completamente alla Bundesbank, la quale svolge prevalentemente la funzione monetaria. Oggi il BaFin vigila su 2.700 banche, 800 istituzioni di servizi finanziari e oltre 700 imprese d'assicurazione.

<sup>126</sup> (□) *En Allemagne le BaFin est de plus en plus présent*, in *Le Monde*, 26/11/2003.

<sup>127</sup> (□) Si trattava del Bundesaufsichtsamt fuer das Versicherungsd und Baurdparwesen.

<sup>128</sup>(□) Calderoni M., *Vigilanza, un'Europa con due scuole*, in *Il Sole 24 Ore*, 30 Gennaio 2002.

<sup>129</sup>(□) Così Romano B., *Nasce la Superauthority tedesca*, *Il Sole 24 Ore*, 1 Maggio 2002. Anche per il BaFin un primo, parziale consuntivo sembra essere positivo: pur operando in un contesto ricco di scandali, la nuova Autorità ha "scovato" le gravi lacune che hanno condotto alla scoperta di un ingente ammanco della banca pubblica WestLB, ma anche le irregolarità di importanti società going public come Em.Tv e Comroad. Solo nel primo semestre del solo 2002, il BaFin ha eguagliato, nei mercati finanziari, le ispezioni condotte nel 2001 e ha triplicato i casi rilevati di market abuse.

sembra naufragato - anche per la contemporanea accelerazione dell'armonizzazione europea - il progetto di un'Authority ad hoc sui conglomerati finanziari, che avrebbe dovuto affiancare il BaFin <sup>(130)</sup>, appare invece imminente la creazione di un'agenzia indipendente di controllo sulla revisione contabile <sup>(131)</sup>.

Dopo appena un mese, a seguito di un duro scontro tra Parlamento e Corte costituzionale, il FMABG (la legge sulla vigilanza del sistema finanziario) ha istituito in Austria la Financial Market Authority <sup>(132)</sup> (FMA), anch'essa competente per la stabilità e la trasparenza del settore creditizio, di quello finanziario e di quello assicurativo e dei fondi-pensione. Processo irreversibile che nella Mitteleuropa sta caratterizzando perfino il Belgio, dove già nel 1990 la storica Commission Bancaire, in virtù delle attribuzioni sui mercati finanziari che aveva accumulato nei decenni, è divenuta Commission Bancaire et Financiere (CBF): la novità è costituita dal fatto che sulla base della legge del 2 agosto 2002 a partire dal 2004 la CBF si è fusa con l'OCA (Office de Contrôle des Assurances), divenendo CBFA, Authority unica intersettoriale <sup>(133)</sup>. E, sempre nel Benelux, già a fine 1998 fu creata la Commission de

---

<sup>130</sup> (□) *Il Sole 24 Ore*, *In Germania allo studio una nuova Authority*, 5 Marzo 2003

<sup>131</sup>(□) Geroni A., *In arrivo un'agenzia per la revisione*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 Dicembre 2003, che informa dell'annuncio realizzato dai Ministri delle finanze e della giustizia tedeschi. La nuova Autorità dovrebbe lavorare a stretto contatto con il BaFin e sarebbe finanziata dai soggetti vigilati sia con un canone fisso e sia con corrispettivi al momento delle ispezioni. Si tratterebbe di un'ulteriore anomalia rispetto al modello inglese, laddove le società di revisione sono ancora assoggettate al controllo di un organismo governativo.

<sup>132</sup> (□) [www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at)

<sup>133</sup>(□) [www.cbfa.be](http://www.cbfa.be). La legge del 2 agosto 2002 aveva istituito un apposito comitato d'integrazione, con il compito di preparare la fusione in questa fase transitoria e di esporre una relazione al Ministro del commercio. Il decreto reale del 23 marzo 2003 ha confermato la creazione della Commission Bancaire, Financiere et des Assurances, entrata a pieno regime nel 2004. Tale Autorità è composta da sette membri e da sei dipartimenti competenti in materia di informazione finanziaria, protezione dei risparmiatori, stabilità di banche e intermediari, stabilità delle imprese

Surveillance du Secteur Financier (CSSF), nata dalla fusione degli organismi di vigilanza bancario e finanziario del Lussemburgo <sup>(134)</sup>. Il fenomeno era già presente in Scandinavia: Autorità uniche sono anche il Rahitustarkastus finnico <sup>(135)</sup>, che però usufruisce della collaborazione della Banca di Finlandia in relazione alla vigilanza sulle banche; il Finansinspektionen svedese, il quale gode di una competenza vastissima su tutta la financial economy, che si estende perfino alla materia penale e all'aggiotaggio <sup>(136)</sup>; il Kredittilsynet norvegese, al quale lo Storginet <sup>(137)</sup> ha attribuito la "supervisione" su banche, mercati, intermediari, emittenti, compagnie ipotecarie, imprese di assicurazione, fondi pensione. Nel segno dell'unificazione è anche il Finanstilsynet danese, nato dall'aggregazione, avvenuta nel 1990, tra la vigilanza bancaria, assicurativa e dei fondi pensione - a sua volta divise prima del 1988 - e quella finanziaria, settori che tuttavia - similmente a ciò che accade in Germania - restano affidati a tre consigli interni diversi <sup>(138)</sup>: non si tratta, tuttavia, di Autorità tecnicamente indipendente, essendo imperniata su un sistema ministeriale.

---

assicurative, politica prudenziale, previdenza complementare

<sup>134</sup>(□) *Qu'est-ce que la CSSF?*, in [www.cssf.lu](http://www.cssf.lu). La CSSF è stata creata il 23 dicembre 1998, esercita la vigilanza su banche, mercati finanziari e fondi pensione ed è la risultante della fusione tra il Commissarie au contre des banques, istituito nel 1945, e il Commissariat aux Bourses, nato nel 1990. La CSSF è divisa, al suo interno, in vari comitati, tra cui quelli concernenti i vari ambiti aggregati. Esiste, tuttavia, un'autonoma Commissione di vigilanza sulle Assicurazioni

<sup>135</sup> (□) [www.rata.bof.fi](http://www.rata.bof.fi)

<sup>136</sup>(□) [www.fi.se](http://www.fi.se). L'Autorità di vigilanza svedese è disciplinata dal Finansinspektionens Regulatory Code ed è stata arricchita di nuovi poteri con le leggi 14/1998, 7/2002, 11/2002.

<sup>137</sup> (□) Si tratta del Parlamento norvegese.

<sup>138</sup>(□) [www.ftnet.dk](http://www.ftnet.dk). Oggi il Finanstilsynet è un segretariato di tre consigli - il Det Finansielle Virksomhedsrad in materia finanziaria, il Fondsradet in materia bancaria e il Pensionsmarkedsaradet in materia di previdenza - ed è fortemente legato al Ministero degli affari economici.

Analogo processo ha attraversato l'Islanda, laddove la Financial Supervisory Authority ha aggregato la frammentazione preesistente <sup>(139)</sup>. E nel segno dell'unità è anche la riforma del sistema irlandese, entrata in vigore il 1 maggio 2003, che tuttavia porta alle estreme conseguenze il sotto-modello tedesco: rispetto alla congerie di istituzioni prima presenti <sup>(140)</sup>, è stato introdotto un complesso organismo, la Central Bank and Financial Services Authority, che si scinde poi in due blocchi comunicanti, ma parzialmente autonomi, appunto la Banca centrale e l'Irish Financial Service Regulatory Authority (IFSRA).

#### 3.4.2. Il modello mediterraneo e l'allargamento

La stessa tripartizione è presente in Spagna, laddove la vigilanza sul complessivo sistema finanziario è suddivisa – secondo un criterio soggettivo – tra il Banco de Espana, competente nel settore creditizio, la CNMV (Comizio Nacional del Mercado de Valores), presente nei mercati finanziari, e il DGS, il direttorato generale ministeriale che controlla il settore assicurativo e quello della previdenza complementare. In verità anche nel Paese iberico è in atto una disputa circa l'unificazione delle Autorità, essendo particolarmente sconvenienti le sovrapposizioni di intervento in un sistema che attribuisce agli organismi di vigilanza su banche ed assicurazioni procedimenti molto formalizzati e, viceversa, al CNMV una struttura molto più flessibile <sup>(141)</sup>: disputa che tuttavia sembra essersi conclusa con la vittoria del sistema

---

<sup>139</sup>

<sup>(□)</sup> [www.fme.is](http://www.fme.is)

<sup>140</sup><sup>(□)</sup> Tra le tante istituzioni prima presenti, il sito [www.ifsra.ie](http://www.ifsra.ie) sottolinea che le maggiori sovrapposizioni si creavano tra la Banca Centrale, il Dipartimento delle Imprese, del Commercio e del Lavoro, l'Ufficio del direttorio dei contratti dei consumatori, l'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari

<sup>141</sup><sup>(□)</sup> *The financial services sector in Europe* in Freshfield Bruckhaus Deringer, September 2002.

tripartito <sup>(142)</sup>, atteso che recenti riforme – principalmente la l. 37/1998, ma anche le leggi 44/2002 e 26/2003, di impianto europeista <sup>(143)</sup> – hanno rafforzato i poteri della CNMV senza procedere, però, ad aggregazioni di competenze. La Comision Nacional del Mercado de Valores, d'altra parte, è istituzione recente rispetto alle sue omologhe europee: istituita con la l. 24/1988, nel quadro di una più complessiva riforma dei mercati, ha assunto poteri che fino ad allora spettavano alla Direzione Generale del Tesoro in collaborazione con la Juntas sindicales de la Bolsas de valores. Questa tradizione interventista, nonché la verde età della CNMV spiegano una particolarità dell'organismo spagnolo: nonostante i correttivi apportati dalle recenti riforme, essa è ancora più impegnata nella vigilanza informativa ed ispettiva rispetto a quella regolamentare, che esercita mediante “circulares” non equiparabili ai regolamenti della CONSOB e che è compresa tra il potere normativo del Parlamento, del Governo e del Ministero dell'economia e l'autoregolamentazione degli organismi di governo delle borse <sup>(144)</sup>.

---

<sup>142</sup>(□) In particolare, la Banca di Spagna ha i poteri di tenuta degli albi, regolamentare, ispettivo – quest'ultimo ordinario o speciale, anche delegato dal Ministero dell'economia –, acquisitivo, informativo, sostitutivo e sanzionatorio sugli enti di credito. La DGS, invece, non è ancora dotata di spiccata autonomia e detiene minori poteri sul settore assicurativo e dei fondi pensione.

<sup>143</sup>(□) Coricelli M., *Debutta a Madrid la nuova governance*, in *Il Sole 24 Ore*, 4 Gennaio 2004; la l. 26/2003 ha incrementato il budget della CNMV e ha previsto la pubblicazione sul relativo sito Internet delle informazioni rilevanti di mercato.

<sup>144</sup>(□) Si tratta di un profilo particolarmente evidente alla sua istituzione, come ricorda Barzaghi A., *Le funzioni di regolamentazione e di controllo della Cnmv nel modello gerarchico spagnolo* in *La riforma della CONSOB nella prospettiva del mercato mobiliare europeo*, cit, p.145. Ma è connotazione ancora presente, perché – sebbene sia stato ridotto il quasi-monopolio governativo sulla normazione secondaria – le *circulares* possono essere emanate solo laddove richieste per l'esecuzione e lo sviluppo dei decreti reali e degli ordini del Ministero dell'economia. Per contro, la CNMV gode di importanti poteri di richiesta d'informazioni, registrativi, acquisitivi, sostitutivi. Per quanto concerne i poteri sanzionatori, essi sono limitati alle infrazioni meno gravi, mentre per il resto sono attribuiti a Ministero dell'economia e Consiglio dei ministri. L'ambito di competenza concerne gli intermediari – distinti in *instituciones de inversion colectiva*, *sociadades agencias de valorose* e *sociadades gestorese de*

Un'analoga segmentazione della vigilanza sui diversi settori del sistema finanziario si ha negli altri Paesi mediterranei: in Portogallo la Commissao do Mercado de valores mobiliarios (CMVM), istituita addirittura con decreto legge 142/1991 <sup>(145)</sup>, ed in Grecia la Capital Market Commission, nata con l. 148/1967 <sup>(146)</sup>, risultano essere competenti solo in materia di mercati mobiliari. Il “modello mediterraneo” fondato sul pluralismo nella vigilanza, tuttavia, non è seguito nel resto dell'Unione – con l'eccezione dell'Autoriteit Financiele Markten olandese <sup>(147)</sup> – e ciò potrebbe creare problemi di coordinamento in futuro, a meno che tale particolarità non sia giustificata empiricamente da una specificità del sistema finanziario dell'Europa meridionale. Dunque, se alla luce dei notevoli progressi di questi anni<sup>148</sup>, sembra plausibile “il doppio salto mortale” del CESR – assunzione di poteri di vigilanza propri e estensione della competenza a banche, assicurazioni e fondi pensione – permangono gli ostacoli delle resistenze nazionali all'unificazione

---

cartera -, i mercati soprattutto quelli secondari, vale a dire le borse di Madrid, Barcellona, Bilbao e Valencia, ma anche quello primario e quelli di options e futures – e gli emittenti.

<sup>145</sup>(□) [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt). La vigilanza bancaria spetta alla Banca Centrale e quella assicurativa ad un Istituto delle assicurazioni.

<sup>146</sup>(□) Come risulta dal sito [www.hcmc.gr](http://www.hcmc.gr), le modifiche a tale legge – apportate con leggi 1969/1991, 2166/1993, 2324/1995, 2396/1996 – non hanno inciso sulla separazione della vigilanza tra i vari settori della financial economy. I maggiori mercati assoggettati al controllo della CMC sono l'Athens Stock Exchange e l'Athens Derivates Exchange. La vigilanza bancaria, invece, è svolta dalla Banca Centrale e quella assicurativa da un direttorato ministeriale.

<sup>147</sup>(□) *Supervision of the market*, in [www.afm.nl](http://www.afm.nl). Alla luce del Wte del 1995, la legge sulla vigilanza sui mercati finanziari, come profondamente modificata anche nel 2002, l'Autoriteit Financiele Markten è competente sui mercati e gli intermediari, mentre la vigilanza prudenziale è affidata alla Nederlandsche Bank e quella assicurativa ad un'Authority ad hoc. Tale architettura è stata confermata anche successivamente allo scandalo Ahold.

<sup>148</sup>(□) Basti pensare che Manghetti G., *Quali soluzioni istituzionali nell'Unione Europea?*, in *Banca Impresa e Società*, n°3/2001 cit, p. 439, escludendo quei Paesi nei quali la vigilanza assicurativa risulta essere assoggettata a condizionamenti governativi, appena due anni fa individuava solo in Svezia ed Inghilterra i Paesi con Authority unica.

verticale, del modello di vigilanza pluralista mediterranea e dell'allargamento a nuovi Paesi dell'Unione Europea. Se è vero che anche questi ultimi stanno approntando considerevoli riforme sul piano della vigilanza – basti pensare alla legge polacca del 21 agosto 1997 istitutiva del KTWG (Komisja Papierow Wartosciowych i Gield) <sup>(149)</sup> e alla legge slovacca 96/2002 istitutiva dell'UFT (Urad pre Financy Trh) –, le rispettive Autorità, benché pienamente indipendenti, sono generalmente competenti sui soli mercati mobiliari <sup>(150)</sup>: solo quattro dei dieci nuovi membri, infatti, dispongono di un'Authority unica <sup>(151)</sup>.

---

<sup>149</sup>(□) [www.kpwig.gov.pl](http://www.kpwig.gov.pl). Tale Autorità ha rappresentato il modello per molti organismi omologhi dell'est europeo, ed è composta da nove membri. Il presidente è nominato dal primo ministro su richiesta del ministro delle finanze e dal presidente della Banca di Polonia e dopo un parere espresso dalle Commissioni parlamentari.

<sup>150</sup>(□) Dato ascrivibile anche alla minore compenetrazione intersettoriale dei sistemi appartenenti all'ex blocco sovietico.

<sup>151</sup>(□) Si tratta di Ungheria, Estonia, Lituania e Malta. Viceversa, hanno istituzioni separate Polonia, Slovacchia, Repubblica Ceca e Slovenia.



## CAPITOLO 4

### LA PROCEDURA LAMFALUSSY

#### *Una Nuova Struttura Istituzionale*

L'obiettivo di raggiungere in Europa una dimensione federale, ha avuto dall'introduzione dell'euro e dal successivo processo di unificazione monetaria un impulso considerevole, e ha reso consapevoli che i loro benefici potranno essere colti appieno, dalla creazione di un mercato unico.

Storicamente, il superamento degli ordinamenti nazionali è stato incentrato in Europa su tre fattori principali: armonizzazione minima, mutuo riconoscimento e controllo da parte del paese d'origine.

Attraverso questa strategia si inteso promuovere un processo di concorrenza tra i diversi modelli di regolazione, nella convinzione che ciascuno ordinamento punti alla massimizzazione dei benefici rispetto ai costi della supervisione, ed attiri verso la propria giurisdizione i diversi intermediari. In una prospettiva concorrenziale il processo di unificazione si presenta complesso, e rischia di provocare ulteriori segmentazioni in quei paesi dove si creano riserve protezionistiche a favore dell'industria finanziaria nazionale.

Inoltre ulteriori difficoltà sono date da problemi tecnici, legati alla lunghezza e complessità delle procedure di normazione nazionali: l'armonizzazione attraverso specifiche direttive è affetta da seri ostacoli, specialmente nelle aree altamente tecniche dei settori finanziari, che subiscono rapidi cambiamenti, e spesso in tempi brevi. Le direttive, poi, necessitano di tempi lunghi per essere approvate e, dopo l'approvazione, non sono facilmente modificabili. Di conseguenza appaiono troppo rigide come forma legislativa e sono formate attraverso procedure politiche complesse frutto dei compromessi politici delle assemblee parlamentari nazionali. Così, la natura prettamente tecnica dei temi

coinvolti nell'area della regolazione dei servizi finanziari ha suggerito di assegnare un ampio ruolo ai poteri di attuazione (“*implementing rules*”) degli organi europei: è nata una nuova struttura creata appositamente per la riorganizzazione dei processi legislativi e dei modelli di regulation fino ad allora esistenti nell'area dei mercati finanziari europei.

#### 4. Il Comitato Lamfalussy: The Report on the Regulation of European Securities Market

Il 17 luglio 2000 è stato istituito un Comitato di Saggi, il Committee of Wise Men, con il mandato di redigere un rapporto sulla regolamentazione del mercato mobiliare europeo (Report on the Regulation of European Securities Markets) <sup>(152)</sup> per individuare le motivazioni della mancata armonizzazione dei mercati finanziari europei e indicare soluzioni e procedure idonee.

---

<sup>152</sup>(<sup>□</sup>) The Regulation of European Securities Markets: Final Report (Brussels, 15 Febbraio 2001). Vedi, anche The Regulation of Securities Markets: Initial Report (Brussels, 9 Novembre, 2001):

[http://www.europa.eu.int/internal\\_market/en/finances/general/lamfalussyen.pdf](http://www.europa.eu.int/internal_market/en/finances/general/lamfalussyen.pdf).

Il Rapporto è stato adottato dalla Comunità con decisione del Consiglio europeo di Stoccolma del 23 marzo 2001:

[http://www.europa.eu.int/internal\\_market/en/finances/mobil/01-memo105.htm](http://www.europa.eu.int/internal_market/en/finances/mobil/01-memo105.htm).

ed è attualmente oggetto di realizzazione concreta da parte della Commissione in linea con quanto deciso dal Parlamento europeo nella seduta del 5 febbraio 2002.

Consiglio europeo di Stoccolma 23-24 Marzo 2001:

[http://www.europa.eu.int/european\\_council/conclusion/index\\_en.htm](http://www.europa.eu.int/european_council/conclusion/index_en.htm).

In dottrina si veda tra gli altri: Lenaerts K. e Verhoeven A., *Towards a Legal Framework for Executive Rule-making in the EU? The Contribution of the New Comitology Decision*, in *C. Mkt L. Review*, 2000, p.645; Mohamed S., *A Single Regulator for E.C. Financial Markets*, in *Journ. Int'l Bkg Law*, 2001, pp. 204 ss.; Burcak I., *Assessing the First Two Years of the New Regulatory Framework for Financial Markets in Europe*, in *Journ. Int'l Bkg Law & Reg.*, 2003, p.363; Avgerinos Y.V., *Essential and Non-essential Measures: Delegation of Powers in EU Securities Regulation*, in *European Law Journal*, n°8/2002; Niemeyer J., *An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision: Where to Go after the Lamfalussy Report?*, in *SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance*, n°482, 14 Dicembre 2001.

Il Comitato Lamfalussy, dal nome del suo presidente <sup>(153)</sup>, ha pubblicato, il 15 febbraio 2001 la sua relazione finale sulla regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari.

Esso, ha definito il quadro normativo europeo troppo lento nell'adozione della legislazione (la media dell'entrata in vigore di una proposta di direttiva era di 13 anni) , rigido (ogni cambiamento dev'essere negoziato attraverso la procedura di codecisione), complesso e inadeguato circa le modalità di recepimento della normativa da parte degli ordinamenti nazionali; e inoltre gli attuali regolamenti o direttive sono state applicate nei singoli paesi membri in modo spesso disomogeneo.

Questa dicotomia ha impedito, di fatto, l'integrazione dei mercati finanziari e quindi la realizzazione di un mercato finanziario unico, nonostante la creazione di un mercato monetario avvenuto con l'introduzione dell'euro come moneta unica.

Il Rapporto ha, infine, evidenziato che l'Unione Europea godrebbe di significativi benefici con l'effettiva e rapida realizzazione di un mercato finanziario unico, pienamente integrato mentre il mancato raggiungimento di questo obiettivo porterebbe a una perdita di competitività per tutto il mercato dell'Unione.

La soluzione proposta dal Comitato dei Saggi, al fine di assicurare un futuro competitivo all'Europa, è quella di attivare un processo per realizzare un sistema di normazione e di attuazione delle norme nei paesi membri, nelle aree individuate dal Piano D'Azione per i Servizi finanziari (Fsap) <sup>(154)</sup>.

---

<sup>153</sup>(<sup>□</sup>) Herktroter C., Rojo L.A., Ryden B., Spaventa L., Walter N. e Wics N., gli altri saggi del Comitato.

<sup>154</sup>(<sup>□</sup>) Varato dalla Commissione Europea nel maggio del 1999, il Piano d'Azione per i servizi finanziari (Fsap) si propone di creare un mercato unico in materia finanziaria con l'indicazione di misure specifiche e obiettivi da intraprendere. Tre le

La procedura si avvale appunto dell' esercizio degli "implementings powers" conferiti dalla Commissione, come formulati dalla decisione del Consiglio del 28 Giugno 1999. Queste decisioni prendono avvio da un sistema denominato di *Comitologia* <sup>(155)</sup>, nella quale i comitati incaricati sono formati dai rappresentanti degli Stati membri e assistono la Commissione nell'attuazione della legislazione comunitaria <sup>(156)</sup>.

Queste proposte sono state approvate dai capi di stato e di governo nel Consiglio europeo di Stoccolma nel marzo del 2001, a cui è seguito un mandato della Commissione europea. Dopo ritardi di circa un anno causati

---

priorità: 1) Integrazione dei mercati finanziari all'ingrosso; 2) Apertura dei mercati e dei servizi finanziari al dettaglio; 3) Armonizzazione e rafforzamento delle regole di vigilanza. Gli obiettivi sono la libera prestazione dei servizi da parte degli intermediari sulla base del paese di origine, con piena ricezione del principio del passaporto unico.; la libera raccolta dei capitali da parte degli emittenti nell'intera comunità, attraverso il prospetto approvato dall'autorità di vigilanza del paese di origine; e, infine l'eliminazione delle barriere per la scelta dell'allocazione delle risorse degli investitori, nonché un elevato livello di protezione per i consumatori.

Le misure adottate nell'ambito del Fsap rappresentano sia una riorganizzazione del precedente quadro regolamentare relativo a molteplici servizi finanziari sia un'estensione del processo di armonizzazione comunitario a nuove aree; esse colmano delle lacune della normazione comunitaria in materia finanziaria. La quasi totalità dei 42 provvedimenti previsti è stata approvata dal Parlamento europeo. La gran parte dei lavori ha coinvolto il miglioramento del quadro regolamentare relativo al mercato mobiliare; gli interventi hanno interessato gli intermediari, i sistemi di negoziazione e altre aree di attività.

<sup>155</sup>(<sup>□</sup>) La comitologia è una procedura nella quale le misure tecniche e le implementings rules sono adottate dalla Commissione. Vedi la decisione del Consiglio 99/468/ce recante modalità per l'esercizio delle competenze di esecuzione conferite alla Commissione. Queste misure hanno attirato un'importante attenzione accademica per quanto riguarda la mancanza di trasparenza e di sistemi di accountability: Harlow, *Accountability in the European Union*, in *Oxford University Press*, 2002 pp-67-71; Craig P., *The nature of the Community: Integration, Democracy, and Legitimacy*, in Craig e de Burca, *The Evolution of Eu Law*, de Burca, 'Institutional development'; St Clair Bradley K., *The European Parliament and Comitology: on the road to nowhere* (1997), in *European Law Journal*.

<sup>156</sup>(<sup>□</sup>) Le procedure di Comitato hanno trovato attuazione con la decisione del Consiglio dell'Unione europea del 28 giugno 1999 e con le successive decisioni della Commissione del 6 giugno 2001.

dalla disaffezione del Parlamento europeo a causa del suo ruolo limitato, è stata fatta una solenne dichiarazione dal presidente della Commissione Romano Prodi, nella quale la Commissione *„pledged to take the utmost account of the position of the European Parliament [...] within the scope of the current institutional arrangements..”* ( <sup>157</sup>) e, così il Parlamento europeo nel febbraio del 2002 ha approvato il nuovo approccio in cambio di una promessa di revisione della procedura nel 2004 ( <sup>158</sup>).

#### 4.1. La procedura di normazione

L'approccio Lamfalussy è articolato in quattro livelli:

##### *Livello 1: emanazione di principi-guida*

I principi della normativa emanata secondo il “metodo Lamfalussy”, continuano a essere decisi attraverso le esistenti procedure legislative

---

<sup>157</sup> (□) [http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/lamfalussy\\_process/ep\\_position/prodi\\_declaration.pdf](http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/lamfalussy_process/ep_position/prodi_declaration.pdf).

<sup>158</sup>(□) Alla fine del 2000, il Rapporto del Comitato dei saggi fece un'analisi delle difficoltà che l'Europa incontra nell'introdurre una regolamentazione che riesca realmente a unificare i mercati finanziari, proponendo una soluzione in un meccanismo di produzione delle norme su quattro livelli, e aggiungendo agli organi previsti dai Trattati (Consiglio, Parlamento europeo; Commissione) due comitati, uno per la regolamentazione dei titoli, e l'altro per dare pareri e uniformare le prassi operative. Il timore che la procedura proposta infirmasse le proprie prerogative di codecisione indusse il Parlamento europeo a sollevare forti obiezioni; a quelle critiche se ne aggiunsero altre della Commissione, il cui potere di iniziativa voleva essere limitato da parte del Consiglio. Si dovette ricorrere ad una riunione straordinaria dell'Ecofin a Stoccolma per permettere l'approvazione del rapporto. In quella sede, però, il conflitto tra Commissione e Consiglio venne risolto attraverso l'impegno della prima di non andare contro l'opinione predominante del secondo sull'idoneità delle misure applicative. Per appianare i contrasti col Parlamento furono necessari ulteriori undici mesi. Il compromesso ha visto l'aggiunta di altri due comitati, uno in rappresentanza dei consumatori e l'altro di controllo e monitoraggio.

dell'Unione, infatti non sono state modificate le esistenti procedure di normazione previste a livello europeo.

Dopo un processo di consultazione che coinvolge Stati membri e partecipanti al mercato - processo di consultazione che, secondo il Comitato deve essere “aperto, trasparente e sistematico” - la Commissione propone gli interventi legislativi da attuare.

La struttura dei principi cardine della normativa (direttive o regolamenti) è quindi demandata a livello 1 <sup>(159)</sup>, e riflette le scelte politiche effettuate dal Parlamento europeo e dal Consiglio dei Ministri in seguito alla proposta legislativa fatta dalla Commissione.

Le norme emanate a livello 1 dovranno inoltre definire l'ambito delle norme nonché i relativi limiti che verranno assunti di seguito con la normazione di secondo livello.

La procedura adottata propone un coinvolgimento di ulteriori organi e comitati, che pur essendo costituiti dai rappresentanti delle autorità dei singoli Stati membri, non sono effettivamente legittimati a tale attività. Il Parlamento, mantiene un potere di veto, viene costantemente informato sull'attività di comitato.

#### Figura 1: Livello 1 - Principi guida

*Processo di pre-consultazione:*

La Commissione decide la tipologia di legislazione e avvia le consultazioni con le parti interessate.



<sup>159</sup> (□) Le misure essenziali a livello 1 sono contenute in atti legislativi (direttive, regolamenti) non modificabili nel medio termini.

Le parti danno una risposta alla Commissione.

*Proposta formale della Commissione:*

La Commissione effettua una proposta formale al Parlamento europeo e al Consiglio dei Ministri.

*Procedura di co-decisione* <sup>(160)</sup>:

Vengono effettuati accordi su principi guida e sulla definizione di poteri di implementazione a Livello 2 attraverso direttive o regolamenti.

*Livello 2: definizione ed emanazione delle norme di attuazione*

Nel secondo livello della procedura vengono definite le norme tecniche di Attuazione, con la presenza di due nuovi comitati, ESC – European Securities Committee <sup>(161)</sup>, e CESR – Committee European Securities Regulators <sup>(162)</sup>,

---

<sup>160</sup>(□) Procedura di codecisione che è stata introdotta nell'art. 251 del Trattato delle Comunità, come novellato dal Trattato di Maastricht, per rendere più intensa la partecipazione del Parlamento europeo al processo di formazione degli atti. Per un quadro della procedura di codecisione vedere l'Appendice.

<sup>161</sup>(□) Istituito con decisione della Commissione europea del 6 giugno 2001(2001/528/Ce).

L'Esc svolge compiti rilevanti: è parte attiva nella Procedura, ma è anche un Regulatory Committee ex articolo 202 del Trattato della Comunità europea.

di cui fanno parte le autorità di controllo dei paesi membri che operano attraverso la costituzione di due nuovi comitati denominati:

La procedura Lamfalussy, prevede al livello 2 che la Commissione, sulla base delle disposizioni previste a livello 1, trasmetta al Cesr mandati per la predisposizione di consulenza tecnica, richiedendo di elaborare le proposte sulle norme di attuazione (*implementings rules*) previste dalla direttiva secondo una tempistica prestabilita <sup>(163)</sup>.

In seguito il Cesr, dopo avere consultato il mercato e gli operatori definisce le proposte delle *implementings rules* da sottoporre alla Commissione.

Alla luce delle proposte effettuate, la Commissione giudica le proposte del Cesr, e redige una proposta legislativa di misure tecniche, in esecuzione delle competenze delegate. Questa proposta viene poi trasmessa al Securities Committee, il quale voterà, in applicazione della decisione del consiglio n. 1999/468/CE, sulla proposta presentata a maggioranza qualificata.

Se il voto è favorevole la stessa Commissione emana le norme sotto forma di direttiva o di regolamento.

Il Parlamento può emanare in ogni fase del processo le proprie risoluzioni, se le norme tecniche elaborate eccedono i mandati conferiti <sup>(164)</sup>.

### Figura 2: Livello 2 - Norme tecniche di attuazione

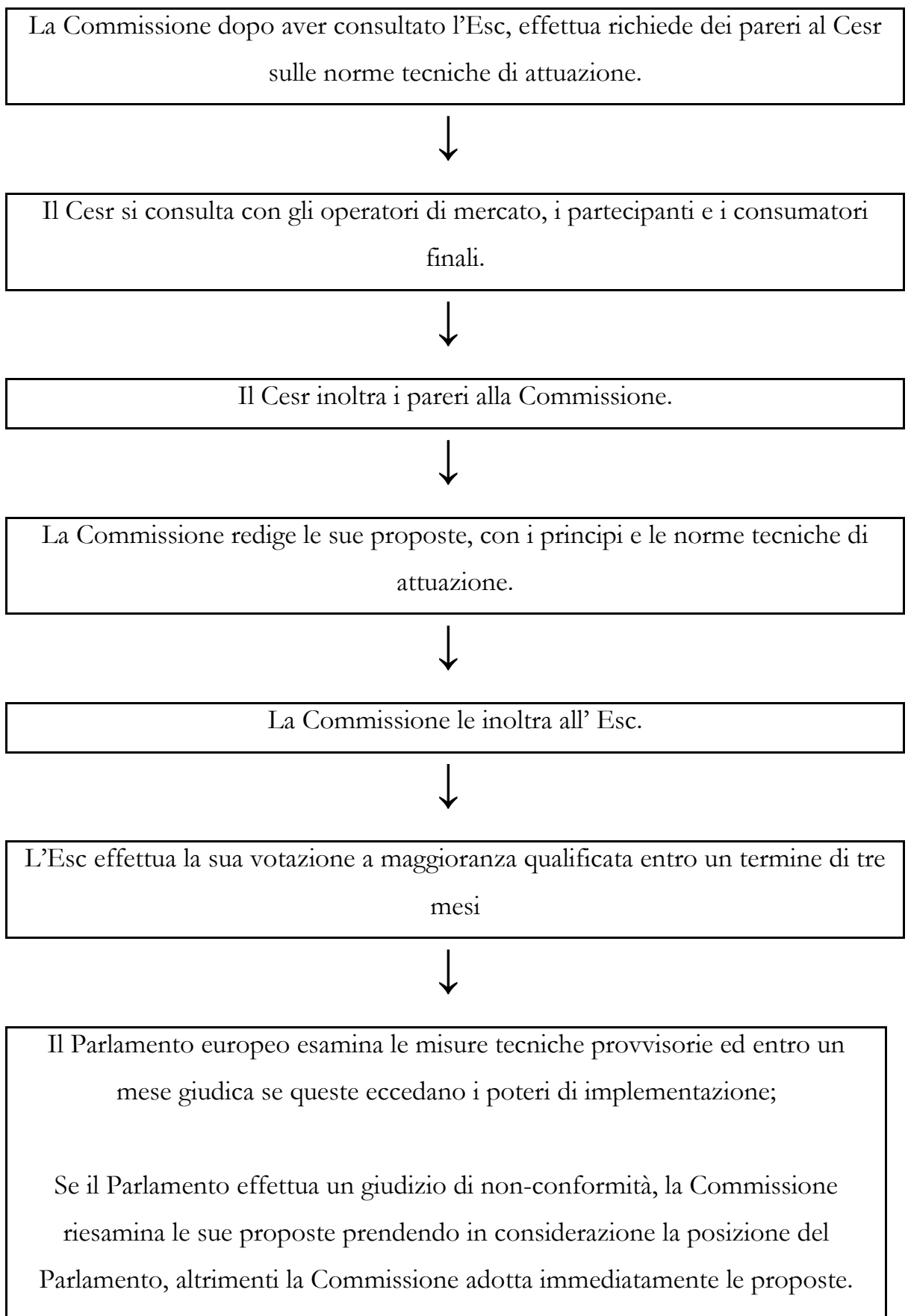
---

<sup>162</sup> (□) Decisione della Commissione del 6 giugno 2001 (2001/527/Ce).

<sup>163</sup> (□) Herting G. & Lee R., *Four predictions about the future of EU Securities Regulation*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2003, sulle misure tecniche di attuazione i due autori prevedono che ogni norma si rivelerà frutto di compromessi politici e si privilegerà la velocità della legislazione piuttosto che la qualità.

<sup>164</sup>(□) Il Parlamento europeo in questa fase, dev'essere come accennato sopra, pienamente informato in ogni fase dell'iter procedurale e può adottare risoluzioni nel caso in cui le "*draft measures*" eccedano i poteri di delega. Un ruolo, quello del Parlamento che è considerato eccessivo dai comitati tecnici.







Nel frattempo il Parlamento europeo:

- viene pienamente informato in conformità con gli accordi interistituzionali
- può adottare risoluzioni se le misure provvisorie eccedono lo scopo dei poteri di implementazione.

*Livello 3: rafforzamento della cooperazione tra autorità per il miglioramento delle norme*

L'attuazione della normativa comunitaria negli stati membri a livello 3 costituisce una rete determinante per rafforzare l'applicazione uniforme della regolamentazione comunitaria. L'obiettivo del livello 3, infatti, è quello di ottenere, nei singoli ordinamenti nazionali, l'emanazione di norme coerenti con la normativa elaborata e attuata a livello 1 e 2. Le autorità degli stati membri, che agiscono come gruppo di lavoro, sono anche i soggetti responsabili del buon andamento della procedura a livello 3.

Il Cesr, considerata l'importanza delle norme di attuazione e delle interpretazioni comuni deve assumere le proprie decisioni con consenso unanime.

La Commissione europea in questa fase è presente in qualità di osservatore.

Il Cesr, nell'esecuzione del proprio incarico, deve:

- produrre guide lines per l'adozione uniforme della normativa elaborata;
- dare seguito a revisioni periodiche della normativa regolamentare e delle procedure di attuazione nei singoli Stati membri, con la conseguente possibilità di fare rapporto alla Commissione europea e all'Esc sui risultati.
- fornire pareri interpretativi ed elaborare principi comuni per tutte le materie non disciplinate dalla legislazione europea; questi potrebbero essere adottati nellanormativa comunitaria attraverso la procedura di cui al livello 2;
- mettere a confronto le procedure di attuazione della normativa nei diversi Stati per assicurare un effettiva applicazione nell'Unione Europea e definire la prassi migliore (*best practice*) ;

Importante precisare che i risultati svolti al livello 3 non sono vincolanti, ma hanno un notevole valore pratico e attuativo, perchè le stesse autorità di controllo, che hanno direttamente concorso ha emanare tali norme ed interpretazioni in sede europea applicheranno e predisporranno le norme attuative nei propri Stati membri.

Figura 3: Livello 3 - Rafforzamento della cooperazione

Gli atti di Livello 1 e 2 vengono trasposti in altre norme da parte degli Stati membri, con il Cesr che:

- produce linee guida
- effettua raccomandazioni interpretative
- emette standard comuni non vincolanti
- confronta le procedure di attuazione tra Stati per un coerente e comune rafforzamento
- conduce revisioni delle norme e delle pratiche di attuazione
- fa rapporto alla Commissione

*Livello 4: entrata in vigore della normazione regolamentare*

Il quarto livello prevede che tutti i soggetti coinvolti, che opereranno a livello tecnico: autorità di controllo, operatori, nonché il Parlamento europeo, sono tenuti a contribuire all'entrata in vigore della normativa elaborata

Una particolare importanza è stata attribuita all'attività di controllo e monitoraggio della validità delle procedure di attuazione delle norme e dei regolamenti.

E' ulteriormente previsto che il Consiglio dei Ministri, la Commissione e il Parlamento europeo siano primariamente coinvolti nel processo di legiferazione e che sia appositamente costituito un apposito monitoring group, composto da autorità indipendenti ed estranei alle suddette istituzioni, che dovrà presentare rapporti semestrali.

Nonostante il diretto coinvolgimento dei paesi membri, delle autorità di controllo, degli operatori e del Parlamento europeo, l'obbligo legale di

supervisionare l'entrata in vigore della normativa rimane alla Commissione (165).

Infine sono previste una serie di misure di *accountability*. Tra queste: la co-decisione del Consiglio e del Parlamento sulla legislazione primaria d'inquadramento, ove preveda la concessione di poteri tecnici applicativi alla Commissione e ai comitati di regolamentazione; consultazione tempestiva, ampia e sistematica con le istituzioni e un dialogo rafforzato con consumatori e operatori di mercato; possibilità per il Consiglio e per il Parlamento di fare commenti ad uno stadio iniziale in merito alla distinzione tra misure essenziali e disposizioni tecniche; informazione al Parlamento sull'attività del Cesr, compresi i verbali delle riunioni, le bozze delle misure applicative e le opinioni finali del comitato; e infine impegno della Commissione a tenere conto al massimo della posizione del Parlamento.

#### Figura 4: Livello 4 - Le procedure di controllo

La Commissione verifica il rispetto della nuova normativa da parte dei paesi membri e intraprende azioni legali contro gli Stati sospettati di violazione.

#### 4.2. Due Nuovi Comitati

---

<sup>165</sup> (□) Lamandini M., *Autorità di vigilanza e mercati finanziari: verso un ridisegno di competenze?*, op.cit., p.121, inquadra il sistema Lamfalussy secondo un assetto più propenso ad una struttura federale con un ampio utilizzo della *soft law* e delle *best practices* che un accentramento centralistico delle funzioni di vigilanza; lo stesso autore si sofferma sul quarto livello di intervento che “enfattizza il ruolo della Commissione quale attento garante della disciplina comunitaria per ogni ipotesi di fallimento dell'applicazione da parte delle autorità decentrate”.

#### 4.2.1. L'European Securities Committee (ESC)

L'Esc è organo consultivo e di natura politica, chiamato ad agire come organismo di riflessione e consulenza nei confronti della Commissione per le questioni che riguardano l'intero settore dei valori mobiliari.. può essere anche chiamato ad assumere funzioni di regolamentazione, anche se tale non è la sua natura.

Il Comitato Europeo sui valori mobiliari (Esc) è stato istituito con la decisione della Commissione del 6 giugno 2001 <sup>(166)</sup>; è composto da rappresentanti nominati dai singoli Stati membri, ed è presieduto dal Commissario europeo per i valori mobiliari <sup>(167)</sup>.

In particolare al Comitato sono attribuite le seguenti funzioni:

- funzioni di regolamentazione (*Regulatory Committee*), secondo il disposto dell'art. 202 del Trattato <sup>(168)</sup> e della decisione del Consiglio dell'Unione europea del n°28 giugno 1999;
- assistere la Commissione per le questioni inerenti le politiche del settore mobiliare, nonché in merito ai progetti di proposte legislative che la stessa Commissione intende adottare;
- prestare consulenza alla Commissione sui mandati attribuiti al Cesr.

L'Esc inoltre tiene informato costantemente il Parlamento europeo della sua attività <sup>(169)</sup>.

---

<sup>166</sup> (□) Decisione della Commissione del 6 giugno 2001, che istituisce il comitato europeo dei valori mobiliari

<sup>167</sup>(□) Membro italiano è il Direttore Generale del Ministero dell'Economia e Finanze.

<sup>168</sup>(□) Cfr. Trattato che istituisce la Comunità europea, in Gazzetta Ufficiale delle Comunità europee del 24 Dicembre 2002.

#### 4.2.2. Il Committee of European Securities Regulators (CESR)

Il Cesr costituisce un gruppo consultivo indipendente. Esso succede all'attività del Fesco, il Forum of European Securities Commissions, costituito in modo spontaneo tra le autorità di vigilanza di settore nel 1997 per sopperire all'assenza di un organismo comunitario di raccordo delle stesse autorità.

Il Cesr è il primo comitato nato attraverso le raccomandazioni dell'approccio Lamfalussy; esso è formato dai rappresentanti delle autorità di controllo degli Stati membri, e in particolare da un rappresentante per ogni Stato membro designato dall'autorità nazionale. Lo stesso Cesr elegge il proprio presidente tra questi rappresentanti. Anche il Cesr, come l'Esc svolge ruoli diversi in relazione al livello in cui opera <sup>(170)</sup>. Ha sede a Parigi, ed è stato istituito con decisione della Commissione delle Comunità del 6 giugno 2001 <sup>(171)</sup>.

Il Comitato ha funzioni sia di *advisor* nei confronti della Commissione europea, sia di implementazione della stessa normativa comunitaria emanata dalla stessa Commissione.

---

<sup>169</sup> (□) Herting G. & Lee R., *op.cit.*, sui nuovi comitati, e in particolare sull'Esc esprimono un giudizio negativo, confermando come la nuova istituzione sia una semplice forma di Consiglio di ministri, di cui fanno parte gli stessi rappresentanti dell'Ecofin: "The Esc is a simply a form of the Council of Ministers writ small. It contains representatives of the same Member State economics and finance ministries that are represented in the Ecofin, all of whom will face exactly the same incentives to protect what they perceive to be in their national interests as they do in Ecofin. Thus, the same political pressures that gave rise to the deficiencies identified by the Lamfalussy Report will continue to operate"...[...] "The establishment of the Esc...has proved a focal point for the power struggle between the Commission, the Parliament and the Council of Minister...the fragility of the current committee structure (Cesr and Esc) will inevitably mean that three institutions will continue to complete with each other to advance their own interest".

<sup>170</sup>(□) Cassese S., *La nuova Costituzione economica*, individua nel Cesr "un importante passo per la vigilanza unica."

<sup>171</sup>(□) Decisione della Commissione, del 6 giugno 2001, che istituisce il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (2001/527/Ce).

A livello 2 opera in qualità di consulente tecnico per la Commissione europea riguardo alle misure di tecniche di esecuzione. I membri hanno l'incarico di prestare, anche individualmente, consulenza alla Commissione su argomenti richiesti.

Per l'Italia è stato designato in qualità di membro il Presidente della Consob.

Le decisioni del Cesr sulle misure di attuazione del livello 2 sono assunte a maggioranza qualificata, mentre i pareri difformi vengono verbalizzati e resi pubblici all'atto dell'invio del documento di consultazione finale alla Commissione <sup>(172)</sup>.

Nella fase di consulenza al livello 2 il Cesr deve effettuare un processo di consultazione aperto e trasparente con i soggetti che partecipano al mercato finanziario.

Nella fase di attuazione e implementazione delle misure tecniche a livello 3 il Cesr elabora standard comuni e linee guida sulla regolamentazione per

---

<sup>172</sup> (□) Con l'adozione della procedura di "Comitologia" prevista dal Rapporto Lamfalussy, lo scenario delle norme di attuazione e delle procedure esecutive degli obblighi a livello comunitario è destinato a mutare: mentre il Parlamento europeo discute sulle proposte di direttiva, la Commissione europea può attribuire al Cesr i mandati, anche provvisori sulle norme di attuazione, che in questa maniera vengono studiate, analizzate e condivise dalle autorità di controllo dei paesi membri. Così, non appena il Parlamento europeo approva le direttive, la stessa Commissione, acquisito il voto favorevole dell'Esc, può emanare direttamente tali norme sotto forma di direttiva o di regolamento. Come abbiamo già segnalato, è difficile ipotizzare che, successivamente, le singole autorità di controllo, che tramite i loro rappresentanti hanno partecipato all'elaborazione delle norme di attuazione sia in sede Esc, sia in sede Cesr, se ne discostino, anzi è probabile che abbiano già in preparazione le norme interne di recepimento. Resta comunque fermo il fatto che, qualora i provvedimenti di attuazione assumano la forma della direttiva, dovranno essere formalmente recepite nell'ordinamento con legge dello Stato. Un processo di elaborazione normativo, che secondo una procedura di consultazione del mercato e dei loro operatori, coinvolge anche e soprattutto gli Stati membri che dovranno introdurre nei loro ordinamenti le misure tecniche elaborate.



garantire una trasposizione uniforme negli Stati membri che attueranno la normativa <sup>(173)</sup>.

A fianco del Cesr opera, tra l'altro, un ulteriore gruppo, il Consultative Working group-Cwg, costituito da esperti tecnici scelti dalle autorità dei singoli Stati, nell'ambito dei diversi settori dell'industria, del mercato finanziario, che assistono il Comitato in qualità di consulenti.

L'ambito di operatività del Cesr è definito dal Cesr caso per caso dalla Commissione.

Il Comitato, dopo aver effettuato un giro di consultazione tra gli operatori del mercato, trasmette alla Commissione le proprie proposte <sup>(174)</sup>.

Il Cesr agisce, in definitiva, come Comitato indipendente e ha il compito di assicurare un'attuazione coerente della normativa comunitaria. E' la Commissione che informa il Cesr sulle priorità politiche

Il Comitato Lamfalussy, considerato il numero degli Stati membri che dovranno attuare la normativa regolamentare, e l'ampio numero di partecipanti al mercato finanziario coinvolti nel processo di consultazione, ha suggerito di adottare la seguente procedura di consultazione articolata su quattro livelli:

1) La consultazione con i soggetti coinvolti non dovrebbe durare più di tre mesi; fermo restando la possibilità di adottare un *concept relase*, nel caso di temi complessi mettendo in evidenza i problemi e soffermandosi sulle alternative

---

<sup>173</sup>(□) Brescia Morra C., *Le fonti del diritto in Europa e il ruolo dell'autoregolamentazione*, in *Quaderni di ricerche* n. 44/2002, Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi, evidenzia come la comitologia comporti "una forma di negoziazione della regolamentazione fra i soggetti interessati che in qualche modo è un modello di self regulation cooptato nell'eteronormazione."

<sup>174</sup>(□) Il Cesr partecipa all'iter normativo degli atti della Commissione mediante una partecipazione attiva nella consultazione, incorporando gli strumenti di legittimazione dell'expertise e della partecipazione ai procedimenti.

possibili, e infine chiedendo un parere alle parti interessate sulla necessità di un intervento.

2) Il Comitato diffonde una bozza di proposta, dopo che l'approccio regolamentare viene deciso, per la consultazione con i partecipanti del mercato e i consumatori finali. Questa una durata massima di tre mesi;

3) le consultazioni possono proseguire attraverso incontri, udienze, tavole rotonde, anche attraverso l'utilizzo del web.

4) una sintesi dei commenti ricevuti viene diffusa dal Cesr alla fine di ogni consultazione.

.

#### 4.3. Valutare la Procedura Lamfalussy: Il Deficit di trasposizione degli Stati membri

Da un'analisi comparata delle quattro direttive quadro relative al market abuse emanate attraverso la procedura nei 25 Paesi dell'Unione, emerge il seguente quadro: 48 le notifiche che la Commissione ha ricevuto, che poi ha verificato o preso in esame; 51 le notifiche che invece non sono state ricevute o che lo sono state solo in parte (notifiche parziali), che vanno a costituire il deficit totale di trasposizione, pari al 51%.

Nove gli Stati che non hanno dato piena esecuzione a tutte e quattro le direttive: Belgio, Cipro, Finlandia, Ungheria, Lussemburgo, Olanda, Portogallo, Regno Unito, Slovacchia. Sedici gli Stati 'virtuosi', che hanno completato l'intera trasposizione (Austria, Germania, Danimarca, Estonia, Irlanda, Italia, Lituania, Malta, Svezia, Slovenia e Slovacchia).

*Direttiva sugli abusi di mercato*

Per un'indagine invece Stato per Stato risulta che: 10 gli Stati dell'Unione che non hanno dato attuazione alla direttiva principale sul Market Abuse (direttiva 2003/6/Ce) entro il termine di trasposizione del 12 ottobre 2004. I paesi sono Belgio, Cipro, Finlandia, Francia, Ungheria, Lussemburgo, Olanda, Portogallo e Regno Unito.

*Direttive di attuazione*

La direttiva di esecuzione 2003/124/Ce non è stata recepita da 11 Stati che rimangono sostanzialmente gli stessi che non hanno recepito la prima, con l'aggiunta di Grecia, Spagna e Polonia e con l'unica differenza della Francia, che non ha emanato la direttiva principale, e che, invece ha dato seguito alla sua direttiva di attuazione.

Per le rimanenti direttive (2003/125/Ce) e (2003/72/Ce), si conferma il trend: 13 gli Stati ritardatari.

Tab. 6: Il Deficit di trasposizione degli Stati membri

|  | <b>NOTIFICAZIONI<br/>RICEVUTE</b> | <b>DEFICIT:<br/>(Nessuna<br/>notificazione<br/>ricevuta +<br/>Notifiche<br/>parziali)</b> | <b>DEFICIT DI<br/>TRASPOSIZIONE</b> |
|--|-----------------------------------|---|-------------------------------------|
|  |                                   |   |                                     |

|                    |    |    |      |
|--------------------|----|----|------|
| <b>Austria</b>     | 4  | 0  | 0%   |
| <b>Belgio</b>      | 0  | 4  | 100% |
| <b>Cipro</b>       | 0  | 4  | 100% |
| <b>Danimarca</b>   | 4  | 0  | 0%   |
| <b>Estonia</b>     | 4  | 0  | 0%   |
| <b>Finlandia</b>   | 0  | 4  | 100% |
| <b>Francia</b>     | 1  | 3  | 75%  |
| <b>Germania</b>    | 4  | 0  | 0%   |
| <b>Grecia</b>      | 1  | 3  | 75%  |
| <b>Irlanda</b>     | 4  | 0  | 0%   |
| <b>Italia</b>      | 4  | 0  | 0%   |
| <b>Lettonia</b>    | 2  | 2  | 50%  |
| <b>Lituania</b>    | 4  | 0  | 0%   |
| <b>Lussemburgo</b> | 0  | 4  | 100% |
| <b>Malta</b>       | 4  | 0  | 100% |
| <b>Olanda</b>      | 0  | 4  | 100% |
| <b>Polonia</b>     | 2  | 2  | 50%  |
| <b>Portogallo</b>  | 0  | 4  | 100% |
| <b>Regno Unito</b> | 0  | 4  | 100% |
| <b>Rep.Ceca</b>    | 2  | 2  | 50%  |
| <b>Slovacchia</b>  | 0  | 4  | 0%   |
| <b>Slovenia</b>    | 4  | 0  | 0%   |
| <b>Spagna</b>      | 1  | 3  | 75%  |
| <b>Svezia</b>      | 3  | 0  | 0%   |
| <b>Ungheria</b>    | 0  | 4  | 100% |
| <b>TOTALE</b>      | 48 | 51 | 51%  |

## CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Il nuovo corso della regolamentazione europea dei mercati finanziari inaugurato con la procedura Lamfalussy è destinato non solo a migliorare il sistema di vigilanza che era già in atto, ma anche ad intensificare il processo di integrazione fra i paesi membri. Per realizzare questo scopo il cambiamento ha affidato e delegato importanti poteri dal Parlamento <sup>(175)</sup> e dagli Stati alla Commissione, l'istituzione che dovrebbe essere la guida della procedura di comitologia. Questa redige la normazione dei principi-quadro al livello 1, partecipa alle riunioni del CESR, dà avvisi tecnici e raccomandazioni al livello 2 e presiede i gli incontri all'ESC. Le singole autorità nazionali hanno un ruolo limitato, anche se importante <sup>(176)</sup>.

Mantengono un controllo in sede CESR, emanano avvisi e mantengono il loro ruolo di regolazione con il voto a maggioranza qualificata sulle misure di implementazione proposte dalla Commissione. Il principale sconfitto sembrava essere il solo Parlamento europeo, che era presente solo nella procedura di co-decisione, ma che ha ottenuto dopo una revisione della procedura un potere di veto sulle misure tecniche di attuazione. L'equilibrio tra istituzioni potrebbe essere compromesso dalle rivendicazioni di qualcuno

---

<sup>175</sup> (□) Il funzionamento della *comitology procedure* è strettamente legata alle volontà del Parlamento e del Consiglio. Spetta infatti a questi organi stabilire quali siano le norme essenziali da adottare a livello 1 e le misure tecniche di attuazione di livello 2. L'esperienza ha dimostrato che è molto difficile che i due organi definiscano un accordo immediato già alla "prima lettura", difficoltà dovuta anche alla complessità tecnica delle norme di diritto finanziario (un esempio significativo di quanto appena detto è dimostrato dalla proposta di direttiva sull' *insider dealing*, dove il Parlamento ha proposto durante la prima lettura 104 emendamenti alla Commissione.

<sup>176</sup> (□) Determinante, per la procedura, in un'ottica di trasparenza e *accountability* è l'apporto dato dal coinvolgimento degli esperti del settore ed agli operatori del mercato con i nuovi comitati.

di essi, a danno della procedura e del suo funzionamento <sup>(177)</sup>: il potenziale potere di blocco attribuito al Parlamento, potrebbe in futuro divenire sempre più determinante, in considerazione dei poteri di veto e delle procedure *call – back* che gli consentono di rivedere totalmente la legislazione proposta <sup>(178)</sup>. E' evidente che un forte coinvolgimento del Parlamento ha l'effetto così di rallentare il processo normativo, con la conseguenza di annullare la portata innovativa della nuova procedura <sup>(179)</sup>.

---

<sup>177</sup> (□) Sarcinelli, “Finanza, Europa arenata”, in *Il Sole 24 Ore*, 22 marzo 2001 e, *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 parla di “barocca procedura a quattro livelli” e di “comitato mania”, soffermandosi sulle soluzioni di regolazione adottabili a livello europeo: “Anche se il metodo Lamfalussy ha prodotto risultati non disprezzabili, bisogna essere consapevoli dei limiti che esso comporta, dell'avversione del Parlamento europeo a estenderlo al di là del settore dei titoli, come suggerito dal Comitato economico e finanziario, dalla non accettazione che la legislazione primaria debba essere limitata alla statuizione dei soli principi generali...[...] La metodologia proposta da Lamfalussy è stata certamente utile per dimostrare ancora una volta, se ve ne fosse stato bisogno, le difficoltà e le carenze delle procedure europee...[...] Nella sostanza, si è perso altro tempo e si è differita la considerazione dell'unica soluzione che sembra a molti, me compreso, essere in grado di risolvere il problema: la costituzione di una Commissione europea per i titoli e le borse cui affidare i compiti di regolamentazione secondaria. Ad essa va affiancata un' Agenzia europea di regolazione per il settore bancario e gli altri intermediari per i quali l'obiettivo di stabilità giustifica la vigilanza. Per la supervisione le due istituzioni dovrebbero limitarsi a un' opera di promozione, coordinamento e scambio di informazioni, poiché le responsabilità dovrebbero rimanere decentrate presso i singoli stati in omaggio non solo al principio di sussidiarietà, ma anche di massima vicinanza tra supervisore e istituzione vigilata.

<sup>178</sup> (□) Il Parlamento rivendica che uno dei propri rappresentanti possa partecipare alle assemblee dell'Esc, e che lo stesso comitato di regolatori venga posto a revisione attraverso una nuova proposta della Commissione approvata dal Parlamento e del Consiglio entro 4 anni dalla sua costituzione. Inoltre, lo stesso organo comunitario ritiene che l'articolo 202 del Trattato (relativo ai poteri di attuazione attribuiti alla Commissione) sia ormai obsoleto e debba essere modificato attraverso l'attribuzione di uguali poteri di supervisione della Commissione allo stesso Parlamento ed al Consiglio.

<sup>179</sup> (□) Herting Gerard & Lee Ruben, *op.cit.*, individuano nel protezionismo nazionale e nell' “inerzia burocratica” le cause del mancato funzionamento della nuova procedura, prevedendo la nascita di una Commissione Centrale di controllo sul modello della Sec americana. L'analisi fa anche riferimento ai motivi che porteranno

Un altro punto di debolezza del nuovo approccio riguarda il procedimento legislativo: gli orientamenti manifestati nei rapporti del Comitato riguardano più le modalità di produzione delle norme e di *enforcement* del diritto europeo della finanza che il suo contenuto: la prassi, in particolare l'aggiornamento della ISD e l'elaborazione delle altre direttive <sup>(180)</sup> ha dimostrato che il processo di consultazione è lungo e complesso.

---

al mancato funzionamento: "It treads a fine path through the Byzantine complex of power politics between the European Council of Ministers, the European Commission, the European Parliament, Member State national governments and Member State national securities markets regulators.."affermando che il maggior difetto del Rapporto dei Saggi è stato quello di individuare i sintomi e in generale le conseguenze e non le vere cause della mancata integrazione dei mercati europei." The Lamfalussy process thus effectively institutionalizes national protectionism to a greater extent than before, and will therefore not cure the symptoms identified by the Wise Men, such as the slowness of the institutional process for developing EU law, or the ambiguity and excessive detail of directives".*Contra* Mckee Michael, *The Unpredictable Future of European Securities Regulation. A response to Four Predictions about the Future of Eu Securities Regulation by Gerard Herting & Ruben Lee*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, n°18/2003, che alle posizioni assunte dai due commentatori ha risposto qualche tempo dopo facendo intendere che era improprio parlare di fallimento anche e, soprattutto perché "there is no evidence that the process will not work". Mckee, individua, infatti uno scenario più roseo sul futuro dell'approccio Lamfalussy: "...provided the Commission and Cesr learn from the early operation of the process and move to find an appropriate balance between consultation periods and speed of process (once the difficult deadlines cease to apply) it seems likely that the Lamfalussy process will improve and result in better legislation". Questa visione più ottimistica incoraggiava a proseguire l'analisi sul buon andamento della procedura su resoconto ed elencazione dei fatti, delle direttive emanate, della rapidità ed efficacia del nuovo sistema di *regulation*, piuttosto che su previsioni, costruendo le basi di un dialogo e una cooperazione decisivi per il futuro dei mercati europei: "Notwithstandingt this, a genuine dialogue is developing on a Pan-European basis beetwen the financial services market partecipants, regulators and the Eu institutions. This is also resulting in better dialogue between market partecipants, beetwen regulators and between the european institutions...The Lamfalussy process..[...] is helping to build legislation which is informed from the regulators and the market users upwards, rather than from the legislators downwards. This can only be good, and lead in the long run to a better quality of legislation which is more flexible and more practical".

<sup>180</sup> (□) Vedi la preparazione della direttiva sul market abuse e in particolare il deficit di trasposizione degli Stati membri.

Infine, la distinzione tra norme di primo livello ed *implementings rules* non è di facile delimitazione <sup>(181)</sup>: tra l'altro né il Rapporto dei saggi né la *comitology decision* stabiliscono il confine tra le due categorie. In questi termini, il rischio che si corre è che le misure tecniche siano trasportate a livello 1, con conseguenti conflitti e ritardi tra istituzioni europee e autorità nazionali <sup>(182)</sup>. In ogni caso, la nuova procedura di normazione non risolve il problema della mancata attuazione del diritto finanziario comunitario a livello nazionale <sup>(183)</sup>. Pur raggiungendo un buon livello di armonizzazione, non innova in nessun aspetto sull'applicazione delle norme comunitarie e, ancor peggio, non garantisce l'attuazione, che avviene a livello nazionale, delle misure normative. Gli Stati membri mantengono, infatti, regimi e strutture disparate in materia di regolamentazione e vigilanza, e, diverse, sono pure le modalità formali e sostanziali di attuazione del diritto finanziario nei rispettivi ordinamenti nazionali.

---

<sup>181</sup>(□) Ferrarini Guido *Pan-European Securities Market: Policy Issues and Regulatory Responses*, in *Working Paper of Centre for Law and Finance*, n.4/2002, p.12 “[...] however Comitology presupposes a distinction between legislation and implementation which is not always easy to draw.[...] The success of the new regulatory structure could be undermine by its complexity and possibile difficulties in reaching decisions. At Level 2, the Esc members are high-level representatives of the national goverments and the Chairman comes from the Commission. This will allow the conflict of a political nature to arise also in the adoption of implementing measures and the technical expertise of Cesr will not be sufficient counter balance,given its advisory role. Nello stesso senso Avgerinos Y.V., *Essential and Non-essential Measures:Delegation of Powers in EU Securities Regulation*, in *European Law Journal*, n. 8/2002.

<sup>182</sup> (□) Così Avgerinos Y.V., *EU Financial Market Supervision Revisited: The European Securities Regulator*, in *Jean Monnet Working Paper*, n. 7/2003.

<sup>183</sup> (□) Il periodo di implementazione di una direttiva è in media di 13 mesi: considerando che ogni Stato ha a disposizione fino a 3 anni per attuare le norme regolamentari, è comprensibile come le norme comunitarie, quando attuate in ritardo sono ormai in contrasto con le situazioni e le condizioni che si volevano tutelare *ab origine*. Per una più attenta analisi dei problemi connessi ai ritardi nella trasposizione degli Stati nazionali, si rimanda all'analisi della direttiva sul market abuse.



La necessità di raggiungere degli accordi comuni da parte di tutte le autorità di vigilanza nazionali potrebbe dar luogo a soluzioni di compromesso e non a soluzioni largamente condivise, minacciando seriamente l'efficacia delle misure di attuazione. Di fatto, per un buon funzionamento del sistema una cooperazione si rende necessaria, e gli stessi comitati nati con la nuova procedura dovrebbero incentivarla.

Quali altre soluzioni? Un percorso alternativo si intravede nella creazione di un regolatore unico europeo, un'unica agenzia per i mercati finanziari a cui delegare i poteri necessari per una vigilanza comune per tutti i mercati. Una struttura di raccordo, un *network* di autorità fra l'Agenzia Europea e le agenzie nazionali, con la prima a regolare e coordinare i processi di *law-making* del diritto finanziario europeo, e le seconde a vigilare sull'intero processo: la regolamentazione dovrebbe essere accentrata a livello europeo, almeno per le istituzioni rilevanti sotto il profilo sistemico, e la supervisione decentrata a livello nazionale, ma con funzioni di coordinamento e di cooperazione esercitate centralmente <sup>(184)</sup>. E' anzi lo stesso Comitato dei saggi che menziona la possibilità di un accentramento della vigilanza in chiusura del Rapporto, per il caso che una piena revisione sarà confermata nel 2005, e che l'approccio proposto non abbia prospettive di successo <sup>(185)</sup>. L'attribuzioni di poteri definiti di attuazione e di *enforcement* ad unica authority garantirebbe

---

<sup>184</sup> (□) Sull'esigenza che i compiti di supervisione siano svolti il più vicino alle istituzioni vigilate e i profili di regolazione possano essere attribuiti a un'unica autorità europea cfr. 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: "mentre sembra indispensabile giungere a un accentramento della regolamentazione tale da evitare le derive nazionali nell'applicazione, nell'interpretazione e anche nella modificazione delle norme, non sene vede affatto la necessità per la supervisione. Anzi, in questo campo ci si può spingere a dire che v'è la necessità opposta, quella di far sì che il supervisore sia il più possibile fisicamente vicino al mercato e agli operatori.

<sup>185</sup>(□) Ferrarini Guido, *op.cit.* pag. 41.

forte indipendenza e piena efficacia a tutta l'azione di regolazione e anche se ciò non è previsto dalle norme comunitarie e richiederebbe una stessa modifica del Trattato (<sup>186</sup>). Ma è una soluzione che si intravede a lungo termine, e che appare auspicabile, che delinea una tendenza precisa e traccia le basi della prossima ventura *securities regulation* europea: un assetto dei controlli con competenze ripartite a livello centrale e nazionale, con giusti poteri e rapidità d'azione, e un unico grande mercato finanziario, effettivamente integrato secondo quanto previsto dal piano d'azione.

---

<sup>186</sup> (□) Cfr. Sarcinelli, 2002, *op.cit.*: “Già esaminando il rapporto Lamfalussy con riferimento ai titoli ebbi a esprimere un parere negativo sulla possibilità di giungere ad un meccanismo di produzione normativa secondaria in grado di assicurare speditezza, integrazione e competitività all'industria finanziaria europea e auspica il ricorso a una modifica dei Trattati per creare una nuova *authority*. L'estensione al resto del sistema finanziario e alla supervisione dell'approccio Lamfalussy rende questa strada l'unica percorribile, se si vuole evitare che la rotta finanziaria per l'Europa punti verso le secche dell'inazione, attraverso la babele delle riunioni.

## APPENDICE:

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

| SETTORE DI VIGILANZA | BANCHE                                      | SERVIZI FINANZIARI                          | 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 sui servizi finanziari | Authority bancaria e sui servizi finanziari | Authority unica sulle 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 |
|-------------|-----------------------------------|--|-------------------------------------|

Fonte: Lanno (2002)  
Centre for European Policy Study (CEPS)

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

**PAESI CON AUTORITA' INDIPENDENTI**

|                 |                        |                         |
|-----------------|------------------------|-------------------------|
| <b>Germania</b> | Bundesaufsichtsamt für | Ministero delle Finanze |
|-----------------|------------------------|-------------------------|

|                    |  |   |
|--------------------|--|---|
|                    | das<br>Versicherungswesen                |   |
| <b>Belgio</b>      | Office de Controle des<br>Assurances     | Ministero<br>dell'Economia                    |
| <b>Francia</b>     | Commission de Controle<br>des Assurances | Ministero<br>dell'Economia e delle<br>Finanze |
| <b>Lussemburgo</b> | Commissariat aux<br>Assurance            | Minister del Tesoro                           |
| <b>Olanda</b>      | Verzekeringkamer                         | Ministero delle Finanze                       |
| <b>Portogallo</b>  | Instituto de Seguros de<br>Portugal      | Ministero delle Finanze                       |

|   |
|---|
| <b>PAESI SENZA AUTORITA' INDIPENDENTI</b> |
|---|

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

|  |
|--|
| <b>PAESI CON AUTORITA' INDIPENDENTI A MODELLO<br/>ACCENTRATO</b> |
|--|

|                    |  |   |
|--------------------|--|---|
| <b>Danimarca</b>   | Danish Financial Supervisory Authority | Autorità di Vigilanza Finanziaria               |
| <b>Norvegia</b>    | Kredittilsynet                         | Commissione Bancaria Assicurativa e Finanziaria |
| <b>Regno Unito</b> | Financial Supervisory Agency           | Autorità per i Servizi Finanziari               |
| <b>Svezia</b>      | Finansinspektionen                     | Autorità di Vigilanza Finanziaria               |

Fonte: Fiorella Padoa Schioppa, a cura di,  
Le Autorità Indipendenti e il Buon Funzionamento del Mercato, AA.VV.,  
Milano, 2002, Istituto di Studi e Analisi Economica – Il Sole24 Ore.

**BIBLIOGRAFIA**

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2003.

ANNUNZIATA F., *Il ruolo del Securities and Investment board nel sistema inglese a doppio livello*, in *La riforma della CONSOB nella prospettiva del mercato mobiliare europeo*, (a cura di) Nardozzi G. e Vaciago G.

ANTONIOLI M., *Mercato e Regolazione*, Milano, 2001.

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.

AVGERINOS Y.V., *Essential and Non-essential Measures: Delegation of Powers in EU Securities Regulation*, in *European Law Journal*, n. 8/2002.

AVGERINOS Y.V., *EU Financial Market Supervision Revisited: The European Securities Regulator*, in *Jean Monnet Working Paper*, n. 7/2003.

BALDWIN R. e CAVE M., *Understanding Regulation*, Oxford, Oxford University Press.

BELLAVITA L. e DALLOCCHIO M., *Mercati finanziari e crisi asiatica*, in *La grande sfida*, Milano, Egea, 1998.

BELLI F., *Note a margine della vigilanza*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1998.

BENSON G., *International armonization of banking regulations and cooperation among national regulators: an assessment*, in *Journal of financial services research*, 1994.

BESSONE M., *I mercati mobiliari*, Milano, 2002.

BINI SMAGHI L., *Chi ci salva dalla prossima crisi finanziaria?*, Bologna, Il Mulino, 2000.

BOCCIARELLI R., *Resta il fascino del modello inglese*, *Il Sole 24 Ore*, 30 Gennaio 2002.

BONGINI P. e LOCATELLI R., *I controlli sulla adeguatezza patrimoniale: verso una*

## BIBLIOGRAFIA

---

*nuova filosofia della vigilanza*, in *Bancaria*, n. 10/1999.

BORZEL T.A., *Le reti di attori pubblici e privati nella regolazione europea*, in *Stato e Mercato*, n. 54, Dicembre 1998.

BRESCIA MORRA M. C., *Le fonti del diritto finanziario in Europa e il ruolo dell'autoregolamentazione*, in *Quaderni di ricerche* n. 44/2002, Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi.

BRUNI F., *Alla ricerca di una regolamentazione finanziaria per l'Europa: fra vecchi e nuovi problemi*, in *Fondazione Rosselli, Dalla banca all'euro@nk, nuovi mercati e nuove regole*, Milano, 2001.

BUZZONE G., *La regolazione intrusiva oggi*, in *Mercato, concorrenza e regole*, n. 2/2002.

CALDERONI M., *Vigilanza, un' Europa con due scuole*, *Il Sole 24 Ore*, 30 Gennaio 2002.

CAMMARANO G., *Esigenze economiche e modelli organizzativi di vigilanza*, in *Banca Impresa e Società*, n. 3/2001.

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.

CARDIA L., *Unità o pluralità delle Autorità nei mercati finanziari?*, in *Le Autorità indipendenti e il buon funzionamento del mercato*, (a cura di) Fiorella Kostoris Padoa Schioppa, AA.VV., Ed. Il Sole 24 Ore/ISEA, Milano, 2002.

CASSESE S., *La nuova Costituzione economica*, Bari, 2002.

CASSESE S., *Dalle regole del gioco al gioco con le regole*, Relazione alla XXXIV Tavola rotonda di diritto comunitario, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 25 gennaio 2002, in *Mercato, concorrenza e regole*, n. 2/2002.

CAVAZZUTI, *Livello nazionale o europeo delle Autorità nei mercati finanziari?*, in *Le Autorità indipendenti e il buon funzionamento del mercato*, (a cura di) Fiorella Kostoris Padoa Schioppa, AA.VV., Ed. Il Sole 24 Ore/ISEA, Milano, 2002.



## BIBLIOGRAFIA

---

CERULLI IRELLI V., *Aspetti Costituzionali e Giuridici delle Autorità*, in *L'Indipendenza delle Autorità*, Bologna, 2001.

CIOCCA P., *Vigilanza: una o più istituzioni?*, in *Banca Impresa e Società*, n. 3/2001.

COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *Advice on Level 2 Implementing Measures for the Prospectus Directive* (CESR/03-208, 2003), *Annual Report 2003*.

COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *CESR In Short*, [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org)

COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *Interim Report on the Activities of the European Commission and sent to: the European Parliament* (CESR/03-174b, 2003).

COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *The Role of CESR At "Level 3" Under the Lamfalussy Process* (CESR/04-104b, 2004).

CORICELLI M., *Debutta a Madrid la nuova governance*, *Il Sole 24 Ore*, 4 Gennaio 2004.

COSTI R., *Sul coordinamento fra autorità di vigilanza*, in *Banca Impresa e Società*, n. 3/2001.

CRAIG P., *The nature of the Community: Integration, Democracy, and Legitimacy*, in Craig e De Burca, *The Evolution of Eu Law*, De Burca, 'Institutional development'.

CRANE D.B. e MERTON R.C., *The Global financial system*, Harvard.

DALHUISEN J.H., *Liberalisation and Re-regulation of cross-border financial services*, in *European business law review*, 1999.

DELL'ARICCIA G. e MARQUEZ R., *Competition among regulators*, Relazione presentata al convegno "Financial supervision of banks and specialized banks in the EU".

DE LUNA MARTINEZ J. e ROSE T. A., *International Survey of Integrated Financial Sector Supervision*, in *Policy Research Working Papers*, n. 3096, July, World Bank, Washington

## BIBLIOGRAFIA

---

DE NICOLA A., *Vigilanza, un arcipelago da rivisitare*, *Il Sole 24 Ore*, 1 Febbraio 2002.

DENOZZA., *Livello nazionale o europeo delle Autorità nei mercati finanziari?*, in *Le Autorità indipendenti e il buon funzionamento del mercato*, (a cura di) Fiorella Kostoris Padoa Schioppa, AA.VV., Ed. Il Sole 24 Ore/ISEA, Milano, 2002.

DI GIORGIO G., DI NOIA C. e PIATTI L., *Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: a Four-Peak Proposal*, in *Wharton Financial Institution Center Working Paper*, n. 2/2001.

DI NOIA C. e MICOSI S., *Come riordinare i controlli*, Documenti, in *www.lavoce.info*, Dicembre 2003.

DI NOIA C. e PIATTI L., *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, in *Quaderni di Finanza*, n. 30/1998.

ECONOMIC AND FINANCIAL COMMITTEE, *Report on Financial Regulation, Supervision and Stability*, Brussels, Ottobre, 2002.

EGAN M., *Constructing a European Market*, Oxford, 2001.

ESTY D.C. e GERADIN, *Regulatory competition and economic integration*, (a cura di) Jackson J.H., Oxford, 2001.

EUROPEAN COMMISSION, *Action Plan "Simplifying and Improving the Regulatory Environment"*, (COM 278/2002).

EUROPEAN COMMISSION, *European White Paper*, (COM, 428, 2001).

EUROPEAN COMMISSION, *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, (COM 1999/232).

EUROPEAN COMMISSION, *Main differences between the Commission draft regulation on draft implementing rules for the Prospectus Directive and the CESR advice*. (ESC/42/2003-rev2).

EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directives 73/239/EEC, 91/675/EEC, 93/6/EEC and 94/19/EC and Directives 2000/12/EC, 2002/83/EC and 2002/87/EC of the*

## BIBLIOGRAFIA

---

*European Parliament and of the Council, in order to establish a new financial services committee organisational structure, (COM 2003/659).*

EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the harmonisation of transparency requirements with regard to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, (COM 2003/138).*

EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse), (COM 2001/281).*

EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on investment services and regulated markets, amending Council Directives 85/611/EEC, Council Directive 93/6/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC, (COM 2002/625).*

EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading, (COM 2001/280).*

EUROPEAN COMMISSION, *Provisional Mandate to CESR for Technical Advice on Possible Implementing Measures Concerning the Future Directive on Financial Instruments Markets.*

EVANS H., *Plumbers and Architects: a Supervisory Perspective on International Financial Architecture*, Mc Graw Hill, 1999, Occasional Paper Fsa, Relazione Annuale 2000.

FAZIO A., *Finanza, stabilità e sviluppo*, in *Banca d'Italia, Documenti*, n. 697/2001.

FERRAN E., *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, 2004.

FERRARINI G., *Pan-European Securities Market: Policy Issues and Regulatory Responses*, in *Working Paper of Centre for Law and Finance*, n. 4/2002.

FILOSA R., *Livello nazionale o europeo delle Autorità nei mercati finanziari?*, in *Le Autorità indipendenti e il buon funzionamento del mercato*, (a cura di) Fiorella Kostoris Padoa Schioppa, AA.VV., Ed. Il Sole 24 Ore/ISEA, Milano, 2002.

FORESTIERI G., *Economies of scale and scope in the financial services industry: A review of recent literature*, Milano, Università Bocconi, 1992.

## BIBLIOGRAFIA

---

FREGO LUPPI S., *L'amministrazione regolatrice*, Torino, 1999.

FRESHFIELD BRUCKHAUS DERINGER, *The financial services sector in Europe*, Settembre, 2002.

GERONI A., *In arrivo un'agenzia per la revisione*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 Dicembre 2003.

GIANI L., *Attività amministrativa e regolazione di sistema*, Torino, 2002

GIANVITI F., *The reform of the International Monetary Fund (conditionality and surveillance)*, in *The international lawyer*, 2000.

GIAVAZZI F., *Catturati dal codice Preda*, in *www.lavoce.it*, 5 Febbraio 2004.

GOMEL G., LEVY A. e SANTINI C., *Markets and rule in the globalized economy*, presentato alla conferenza "Economy and monetary cooperation: the international and sopranational institutions", Bologna, Giugno 2000.

GOODHART C., *The organisational stucture of banking supervision*, Relazione presentata al seminario "Financial supervision and specialized banks in Eu", Firenze, 15 Dicembre 2000.

GOODHART C., HARTMANN P., LLEWELLYN D., ROSAJAS - SUAREZ L., e WEISBORD S., *Financial regulation*, London, 1998.

GUALANDRI E., *Sistemi finanziari e normative di vigilanza*, Milano, 1987.

HALL M., *The evolution of financial regulation and supervision in the UK: why we ended up with the financial services Authority*, in *Banca Impresa e Società*, n. 3/2001.

HARLOW C., *Accountability in the European Union*, in *Oxford University Press*, 2002.

HAWKESBY C., *The institutional structure of financial supervision: a cost-benefit approach*, in *The Journal of international banking regulation*, 2000.

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.

## BIBLIOGRAFIA

---

HERTING G. & LEE R., *Four predictions about the future of EU Securities Regulation*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2003.

IL SOLE 24 ORE, *In Germania allo studio una nuova Authority*, 5 Marzo 2003.

INTER-INSTITUTIONAL MONITORING GROUP FOR SECURITIES MARKETS, *First Interim Report Monitoring the New Process for Regulating Securities Markets in Europe (The Lamfalussy Process)*, Brussels, Maggio, 2003.

INTER-INSTITUTIONAL MONITORING GROUP FOR SECURITIES MARKETS, *Second Interim Report Monitoring the New Process for Regulating Securities Markets in Europe (The Lamfalussy Process)*, Brussels, Dicembre, 2003.

INTER-INSTITUTIONAL MONITORING GROUP FOR SECURITIES MARKETS, *Third Interim Report Monitoring the New Process for Regulating Securities Markets in Europe (The Lamfalussy Process)*, Brussels, Novembre, 2004.

IOSCO ANNUAL CONFERENCE, *Regulatory responses to the integration of financial services*, 1999.

IOZZO A., *Livello nazionale o europeo delle Autorità nei mercati finanziari?*, in *Le Autorità indipendenti e il buon funzionamento del mercato*, (a cura di) Fiorella Kostoris Padoa Schioppa, AA.VV., Ed. Il Sole 24 Ore/ISEA, Milano, 2002.

KAHN A., *Whom the Gods Would Destroy or How Not Deregulate*, AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies, Washington, 2001.

KAPSTEIN E.B., *Governare l'economia globale*, Trieste, 1999.

KAPUR D. e WEBB R., *Governance-related conditionalities of the international financial institutions*, G-24 Discussion paper, n. 6/2000.

KERN, A., *The role of soft law in the legalization of international banking supervision: a conceptual approach*, in *ESRC Working paper*, n. 168/2000.

KRAUSE J., *Reinsurance Supervision in Germany*, in [www. bafin. de](http://www.bafin.de)

LAMANDINI M., *Due principi per la riforma della vigilanza finanziaria*, *Il Sole 24 Ore*, 8 Giugno 2002.

## BIBLIOGRAFIA

---

- LAMFALUSSY COMMITTEE, *The Regulation of European Securities Markets: Final Report*, Brussels, Febbraio, 2001.
- LAMFALUSSY COMMITTEE, *The Regulation of European Securities Markets: Initial Report*, Brussels, Novembre, 2000.
- LANNOO K., *Financial Supervision in EMU*, CEPS, 2000.
- LANNOO K., *Updating EU securities market regulation*, Paper presentato al Convegno “*Specialized Banks in the EU*”, Brussels, 2002.
- LA SPINA A. e MAJONE G., *Lo Stato Regolatore*, Bologna, 2000.
- LASTRA R. M., *The governance structure for financial regulation and supervision in Europe*, in *The Columbia Journal of European Law*, vol.10, n.1/2003
- LE MONDE, *En Allemagne le BaFin est de plus en plus présent*, 26 Novembre 2003.
- LE MONDE, *Londres, la FSA jouit de très grands pouvoirs*, 24 Novembre 2003.
- LLEWELLYN D.T., *A Regulatory Regime for Financial Stability*, in *Austrian National Bank Working Paper*, n. 48/2000.
- LLEWELLYN D., *The institutional structure of regulatory agencies*; introduzione al volume *How countries supervise their banks, insurers and securities market*, (a cura di COURTIS N., London, 1999.
- LOMBARDO S., *La concorrenza tra ordinamenti nella prospettiva economica dell'analisi economica del diritto*, in *AA.VV., La concorrenza tra ordinamenti giuridici* (a cura di ZOPPINI A.), Roma-Bari.
- MACEY J., *The “demand” for international regulatory cooperation; a public-choice perspective*, in *Transatlantic regulatory cooperation*, Oxford, 2000.
- MAJONE G., *International regulatory cooperation: a neo-institutionalist approach*, in *Transatlantic Regulatory Cooperation*, Oxford, 2000.
- MANGHETTI G., *Quali soluzioni istituzionali nell'Unione Europea?* in *Banca Impresa e Società*, n. 3/2001.

## BIBLIOGRAFIA

---

MAROTTA G. e PITTALUGA G.B., *La teoria degli intermediari bancari*, Bologna, Il Mulino, 1993.

MASCIANDARO D., *Controllo e controllori*, *Il Sole 24 Ore*, 28 Dicembre 2003.

MASCIANDARO D. e PORTA., *Ruolo e poteri delle autorità di controllo sui mercati finanziari nella prospettiva di allargamento europeo*, 2003.

MCKEE M., *The Unpredictable Future of European Securities Regulation: A response to Four Predictions about the Future of Eu Securities Regulation by Gerard Herting & Ruben Lee*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, n. 18/2003.

MERTON R., *Operation and regulation in financial intermediation: a functional perspective*, in *Harvard Graduate School of Business Working Paper*, n. 93-020, 1992.

MERUSI F., *Ex pluribus unum? I termini del problema sull'unificazione dei regolatori finanziari*, in *Banca Impresa Società*, n. 3/2001.

MERUSI F., *Democrazia e autorità amministrative indipendenti*, Bologna, 2000.

MERUSI F., *Stato e mercato: convergenze e divergenze nei diritti amministrativi in Europa*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 2000.

MINERVINI G., *Coordinamento degli organismi di controllo in sede europea, coordinamento degli organismi di controllo in sede nazionale*, in *Banca Impresa e Società*, n. 3/2001.

MINERVINI G. e ONADO M., *Efficienza dei sistemi finanziari e tutela del risparmio: disciplina o deregolamentazione?*, in *Regolazione e concorrenza*, (a cura di) Tesouro G. e D'Alberti M., Bologna, 2000.

NIADA M., *I sette anni della FSA, gendarme unico della finanza inglese*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 Dicembre 2003.

NORTON J.J., *"Qualified self-regulation" in the new financial architecture*, in *The Journal of international banking regulation*, 2000.

OATLEY T. e NABORS R., *Redistributive cooperation: market failure, wealth transfers, and the Basle accord*, in *International organization*, 1998.

OLDFIELD G., SANTOMERO A.M., *The place of risk management in financial institutions*, in *Wharton Financial Institutions Center Working Paper* n. 5/1995.

ONADO M.,  *Mercati e intermediari finanziari*, Bologna, 2000.

ONADO M.,  *Objectives of banking regulation: the trade – off between efficiency and stability*, in  *Uk Banking Supervision*, a cura di Gardener E., London, Allen & Unwin, 1986.

PADOA-SCHIOPPA T.,  *E' l'ora delle authority gemelle*, in  *Il Sole 24 Ore*, 9 Gennaio 2004.

PADOA-SCHIOPPA T.,  *Emu and banking supervision*, atti del Convegno  *Ecb, London School of Economics*, Febbraio 1999.

PADOA SCHIOPPA T.,  *Il governo dell'economia*, Bologna, 1997

PADOA-SCHIOPPA T.,  *L'Europa verso l'Unione monetaria*, Torino, 1992.

PADOA-SCHIOPPA T.,  *The Eurosystem and financial stability*, in  *Revue de la Banque*, n. 4/2000.

PADOA-SCHIOPPA T.,  *Vigilanza globale: un termine alla ricerca di un contenuto*, in  *Globalizzazione e stabilità dei mercati finanziari*, Roma, 1998.

PANEBIANCO M.,  *Il G-7 ed il soft law istituzionale*, in  *Studi in onore di Francesco Capotorti*, Milano, 1999.

PERNA R.,  *Alla ricerca della regulation economicamente perfetta – dalla teoria all'analisi dell'impatto della regolamentazione*, in  *Mercato, concorrenza e regole*, n. 1/2003.

RAJAN R. G. e ZINGALES L.,  *Salvare il Capitalismo dai Capitalisti*, Einaudi, Torino, 2004.

ROMANO B.,  *Nasce la Superauthority tedesca*, in  *Il Sole 24 Ore*, 1 Maggio 2002.

ROMANO B.,  *Vigilanza UE al traguardo*, in  *Il Sole 24 Ore*, 17 Gennaio 2004.

ROSSI G.,  *Autorità antitrust, Commissione Ue, Banca d' Italia: tutela della concorrenza e concorrenza tra poteri*, Relazione al convegno sul tema: “  *Authorities, mercato, contratto e tutela dei diritti*”, Alba, 18 novembre 2000, in  *Le Società : rivista di diritto e pratica commerciale, societaria e fiscale* n. 5/2001.

ROSSI G.,  *Il Conflitto epidemico*, Adelphi, Milano, 2003.



## BIBLIOGRAFIA

---

ROSSI G., *Un'autorità sopranazionale per i mercati finanziari?*, in *Rivista delle Società*, n. 1/2001.

SABBATINI R., *Sanzioni, un abisso tra Italia e UK*, *Il Sole 24 Ore*, 4 Ottobre 2003.

SAMUELSON P. – NORDHAUS W., *Economia*, Bologna, Zanichelli, 1987.

SANTOMERO A., *The evolving view of banking theory and regulation*, in *Journal of money, credit and banking*, 1990.

SARCINELLI M., *Audizione per la "Indagine conoscitiva sull'intermediazione finanziaria non bancaria"*, Senato della Repubblica Italiana, 1986.

SARCINELLI M., *Il risparmio chiede modifiche a tutto campo*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 Gennaio 2004.

SARCINELLI M., *Il sistema finanziario italiano alla metà degli anni '90: una difficile transizione*, in *Moneta e Credito*, n. 3/1996.

SARCINELLI M., *La vigilanza sul sistema finanziario: obiettivi, assetti e approcci*, in *Moneta e Credito*, n. 227/2004.

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.

SARCINELLI M., *Oltre i Trattati, in nome del mercato*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 Dicembre 2000.

SARCINELLI M., *Vigilanza, i dubbi sull'autorità unica 'sganciata'*, in *Il Sole 24 Ore*, 29 Novembre 2001.

SEGNI A., *I mercati e i valori mobiliari*, in *Trattato di Diritto Amministrativo*, (a cura di) S. CASSESE, Milano, 2003.

SIMONOVIC I., *State sovereignty and globalization: are some states more equal?*, in *Georgia Journal of international and comparative law*, 2000.

SPAVENTA L., *Relazione CONSOB per l'anno 2001*.

## BIBLIOGRAFIA

---

ST CLAIR BRADLEY K., *The European Parliament and Comitology: on the road to nowhere*, in *European Law Journal*, 1997.

STIGLER G.J., *A Theory of Regulation*, in *Bell Journal of Economics and Management Sciences*, vol. 6 n. 2/1971.

STRANGE S., *Chi governa l'economia mondiale?*, Bologna, 1998.

SYKES A.O., *The (limited) role of regulatory harmonization in international goods and services markets*, in *Journal of international economic law*, 1999.

VELLA F., *Coordinamento e integrazione nella organizzazione della vigilanza sui mercati finanziari: prospettive di riforma*, in *Quaderni Consob*, n. 36/1999.

VELLA F., *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*, in *Banca Impresa e Società*, n. 3/2001.

VELLA F., *Banca Centrale Europea, Banche Centrali Nazionali e vigilanza bancaria: verso un nuovo assetto dei controlli nell'area dell'euro*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, n. 1/2002.

VINCENZI S., *Mercato finanziario e direttive europee*, Bancaria Editrice, 2005

VISCO V., *Anche la stabilità tutela il risparmio*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 Gennaio 2004.

VISENTINI G., *Spunti di riflessione per il sistema finanziario italiano*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, n. 2/1989.

VISENTINI G., *Un'opacità colpevole con molti padri*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 Gennaio 2003.

ZADRA G., *L'integrazione europea e la regolamentazione dei mercati finanziari*, (AA.VV.), Centro di Economia Monetaria e Finanziaria "Paolo Baffi", Università Bocconi, Egea, Milano.

ZADRA G., *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, Milano, Giuffrè, 1995.

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.

WHITE W., *What have we learned from recent financial crises and policy responses?*, in *BIS Working papers*, n. 84/2000.

WILSON J., *Bureaucracy*, Basic Books, 1989

## **RIFERIMENTI NORMATIVI**

### **Trattati**

Trattato istitutivo della Comunità europea

### **Decisioni della Commissione**

Decisione della Commissione (2001/527/EC)  
istitutiva del Committee of European Securities Regulators,  
OJ 2001 L191/43 (Decisione del Cesr).

Decisione della Commissione (2001/528/EC)  
istitutiva dell' European Securities Committee,  
OJ 2001 L191/45 (Decisione dell'Esc).

Decisione della Commissione (2004/5/EC)  
istitutiva del Committee of European Banking Supervisors,  
OJ 2004 L3/28.

Decisione della Commissione (2004/6/EC)  
istitutiva del Committee of European Insurance and Occupational Pensions  
Supervisors,  
OJ 2004 L3/30.

### **Decisioni del Consiglio**

Decisione del Consiglio (99/468/EC)  
sulla procedura per l'esercizio delle misure tecniche di attuazione,  
conferito dalla Commissione (Decisione di Comitologia),  
OJ 1999 L184/23.

### **Risoluzioni del Consiglio**

Risoluzione del Consiglio dei Ministri  
per una maggiore ed effettiva regolamentazione dei servizi finanziari nell'Unione  
(Stoccolma, 23 Marzo 2001).

### **Risoluzioni del Parlamento Europeo**

Risoluzione del Parlamento Europeo  
sull'attuazione della legislazione sui servizi finanziari (2001/2247(INI)  
P5\_TA(2002)0035)

### **Direttive**

Direttiva del Consiglio 89/298/EEC del 17 Aprile 1989  
sui requisiti di redazione, di indagine e distribuzione del prospetto in caso di  
offerta al pubblico;  
OJ 1989 L124/8  
(Direttiva sull'offerta al pubblico).

Direttiva del Consiglio 89/592 del 13 Novembre 1989  
sul coordinamento dei regolamenti sull'abuso di informazioni privilegiate;  
OJ 1989 L334/30.

Direttiva del Consiglio 93/22/EEC del 10 Maggio 1993  
sui servizi di investimento;  
OJ 1993 L141/27  
(Direttiva sui servizi di investimento).

Direttiva 2002/87/EC del Parlamento e del Consiglio del 16 Dicembre 2002  
sulla vigilanza integrativa delle banche, assicurazioni e imprese di investimento  
sui conglomerati finanziari, e Direttive del Consiglio 73/239/EEC,  
79/267/EEC, 92/49/EEC, 93/6/EEC e 93/22/EEC e Direttive 98/78EC e  
2000/12/EC del Parlamento europeo e del Consiglio;  
OJ 2003 L35/1 (Direttiva sui conglomerati finanziari).

Direttiva 2003/6/EC del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 Gennaio 2003 sull'abuso di informazione privilegiata e sulla manipolazione di mercato (Abusi di mercato);  
OJ 2003 L96/16 (Direttiva sugli abusi di mercato).

Direttiva 2003/71/EC del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 Novembre 2003 sul prospetto da pubblicare in caso di offerta al pubblico o di ammissione allo scambio e Direttive 2001/34/EC;  
OJ 2003 L345/64 (Direttiva sul Prospetto).

Direttiva 2004/39/EC del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 Aprile 2004 sugli strumenti finanziari e Direttiva del Consiglio 85/611EEC e 93/6/EEC e Direttiva 2000/12/EC del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione della Direttiva del Consiglio 93/22/EEC;  
OJ 2004 L145/1 (Direttiva sugli strumenti finanziari o ISD 2).

### **Regolamenti e Direttive della Commissione (Livello 2 della Procedura Lamfalussy)**

Direttiva della Commissione 2003/124/EC del 22 Dicembre 2003 di attuazione della Direttiva 2003/6/EC sulla definizione e comunicazione al pubblico dell'informazione privilegiata e sulla definizione di manipolazione di mercato;  
OJ 2003 L339/70.

Direttiva della Commissione 2003/125 del 22 Dicembre di attuazione della Direttiva 2003/6/EC sulla corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e comunicazione dei conflitti di interesse;  
OJ 2003 L339/73.

Regolamento della Commissione (EC) 2273/2003 del 22 Dicembre 2003 di attuazione della Direttiva 2003/6/EC sull'esenzione per i programmi di riacquisto e stabilizzazione degli strumenti finanziari,  
OJ 2003 L336/33.

Regolamento della Commissione (EC) 809/2004 del 29 Aprile 2004

di attuazione della Direttiva 2003/71/EC del Parlamento europeo e del Consiglio sull'informazione contenuta nel prospetto, sul formato, l'annessione alla consultazione e la pubblicazione e la diffusione di avvisi;  
OJ 2004 L149/1.

### **Standards e Documenti Cesr**

Atto istitutivo del Cesr

Art. 4

Art. 4.5

Art. 5

Art. 6

Standards per alternativi sistemi di trading  
(Cesr/02-086b, 2002).

Applicazione degli Standards sull'informazione finanziaria in Europa  
Cesr Standards sull'informazione finanziaria, n°1, Cesr/03-073).

Coordinamento sull'attuazione delle attività  
(Cesr Standards sull'informazione finanziaria, n°2, Cesr/03-317c, 2004).

### **SITI WEB**

- <http://www.afm.nl>.
- <http://www.bafin.de>
- <http://www.cbfa.be>.
- <http://www.cmvm.pt>.
- <http://www.cssf.lu>.
- [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/mobil/prospectus.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/finances/mobil/prospectus.htm).
- [http://www.europa.eu.int/european\\_council/conclusion/index\\_en.htm](http://www.europa.eu.int/european_council/conclusion/index_en.htm).

## BIBLIOGRAFIA

---

- [http://www.europa.eu.int/internal\\_market/en/finances/general/lamfalussyen.pdf](http://www.europa.eu.int/internal_market/en/finances/general/lamfalussyen.pdf), [www.europa.eu.int/internal\\_market/en/finances/mobil/01-memo105.htm](http://www.europa.eu.int/internal_market/en/finances/mobil/01-memo105.htm).
- [http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/lamfalussy\\_process/ep\\_position/prodi\\_declaration.pdf](http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/lamfalussy_process/ep_position/prodi_declaration.pdf).
- <http://www.europefesco.org>.
- <http://www.fi.se>.
- <http://www.fma.gv.at>.
- <http://www.fme.is>
- <http://www.fsa.gov.uk>.
- <http://www.ftnet.dk>.
- <http://www.hcmc.gr>.
- <http://www.ifsra.ie>.
- <http://www.kpwig.gov.pol>.
- <http://www.rata.bof.fi>.