

Quale Policy per una migliore regolamentazione dei mercati finanziari? Alcuni spunti di riflessione.

di Marcello Conдеми e Luigi Ferraccioli¹

Sommario: 1. Premessa; 2. Il Modello Regolamentare; 3. La Strategia del Dialogo; 4. L'Analisi Costi-Benefici della regolamentazione; 5. L'Azione di Vigilanza; 6. Considerazioni Conclusive.

1. Premessa

Un sistema regolamentare rigoroso ed efficace rapportato a precisi obiettivi di salvaguardia della stabilità e dell'efficienza degli intermediari finanziari è unanimemente considerato una precondizione necessaria per lo sviluppo e la competizione dei mercati finanziari.

Al contrario, la complessità delle norme e, in alcuni casi, l'eccessiva loro pervasività possono rappresentare elementi di disturbo per il corretto funzionamento dei mercati, per i costi e gli effetti distorsivi che possono generare all'industria finanziaria, divenuta, specie negli ultimi anni, sempre più globalizzata e interconnessa. Distorsioni concorrenziali di qualsivoglia origine e, ancor meno, se legate a fattori normativi sono quindi da evitare. Esse penalizzano la trasparenza dei prezzi e impediscono la piena efficienza imprenditoriale.

Il compito dei regolatori non è quello di azzerare tutti i rischi, ma di ridurre le probabilità di crisi; costoro sono chiamati ad intervenire laddove vincoli e norme sono necessarie per rafforzare la stabilità e a far sì che i benefici per la collettività siano superiori ai costi inevitabilmente procurati dall'introduzione delle regole. Da qui il dibattito apertosi nella comunità dei supervisor - sollecitato anche dall'esigenza di dare risposte concrete e coordinate ai nuovi rischi finanziari emersi dalla crisi - sull'efficienza ed efficacia dell'attuale sistema normativo, avente ad oggetto non solo aspetti specifici del processo regolamentare, come ad esempio la validità del modello regolamentare, la

¹ MARCELLO CONDEMI, è Professore associato di Diritto dell'Economia nell'Università di Roma – G.Marconi. LUIGI FERRACCIOLI è addetto al Servizio Ispettorato Vigilanza della Banca d'Italia. Le opinioni espresse da quest'ultimo nel presente lavoro sono del tutto personali e non impegnano, in particolare, la responsabilità della Banca d'Italia. Il presente lavoro, frutto della discussione congiunta tra gli Autori, è attribuibile, per i paragrafi 2, 5 e 6 al Prof. Marcello Conдеми e, per i paragrafi 1, 3 e 4 al Dott. Luigi Ferraccioli.

“qualità” ed il livello di omogeneizzazione delle norme, , ma anche lo stesso assetto strutturale delle Autorità regolamentari a livello comunitario ed internazionale .

Vi è un vasto consenso sulla necessità di riorganizzare il sistema delle regole² e di muovere con maggiore enfasi verso norme migliori, maggiormente uniformi e globali, necessarie anche per una supervisione più efficace ed integrata. Un ampio spazio del dibattito è stato riservato al problema di come migliorare la qualità delle norme. Il tema della “*better regulation*”, più volte e in più occasioni discusso, non è stato, ovviamente, affrontato come una mera questione di tecnica legislativa, ma nell’accezione più ampia di quanto e come regolare, di come gestire la regolazione esistente e, soprattutto, di come governare la *policy* regolamentare in un contesto globale caratterizzato da centri decisionali (nazionali, comunitari ed internazionali) variamente articolati e posizionati. Il presidente del Financial Stability Board, Mario Draghi, in una lettera diretta ai ministri e governatori del G-20, nel sottolineare i buoni progressi nel campo della riforma regolamentare ottenuti dai governi dei vari paesi (Washington - aprile 2010), richiama la necessità di completare il processo di revisione in atto portando a termine, in particolare, il completamento dei progetti di modifica del quadro normativo, specie con specifico riferimento a taluni aspetti di primaria importanza, come i requisiti patrimoniali minimi e gli standard di liquidità indicati da Basilea, l’introduzione di un rapporto di leva finanziaria oltre che di riserve anticicliche in grado di affrontare il problema della prociclicità, tema particolarmente dibattuto nel corso della recente crisi.

Alla luce di tale dibattito e degli insegnamenti ricevuti dalla recente crisi dei mercati finanziari si cercherà, nel prosieguo, di fornire qualche spunto di riflessione sulle problematiche affrontate e da affrontare per pervenire ad una riforma globale della regolamentazione; in tale quadro, l’attenzione sarà focalizzata su tre fondamentali momenti del processo normativo: a) **la scelta del modello regolamentare**, b) **il dialogo tra regolatori e soggetti regolati**, c) **l’analisi costi-benefici**.

2. Il modello regolamentare

La regolamentazione del sistema finanziario, secondo un’opinione largamente diffusa, è chiamata a limitare i fallimenti dei mercati; essa rappresenta un aspetto del più ampio tema del controllo pubblico dell’economia, dove l’intervento dello Stato si rende necessario per l’incapacità delle forze

² L’esigenza di rivedere il sistema delle regole emerge, tra l’altro, chiaramente dal rapporto del FINANCIAL STABILITY FORUM “*Rafforzare la Solidità dei Mercati e degli Intermediari*” di aprile 2008. Nel documento si legge: “ per migliorare la solidità dei mercati e delle istituzioni sono necessari ulteriori miglioramenti di Basilea2 e un rafforzamento delle linee guida di vigilanza in materia di liquidità (...). Ciò richiede l’intervento degli operatori di mercato, per migliorare la gestione dei rischi, nonché delle autorità di vigilanza e di regolamentazione, per meglio allineare gli incentivi, ridurre l’arbitraggio regolamentare e rafforzare la disciplina di mercato sui prodotti strutturati e sulle attività fuori bilancio degli intermediari finanziari”. Su tale punto si veda, altresì, HENRY KAUFMAN “*Otto Regole per il Mercato Sano*” – il Sole 24 Ore del 10 agosto 2008 e DONATO MASCIANDARO “*I Finti Paradossi della Crisi Infinita*” - il Sole 24 Ore del 23 agosto 2008, nonché, da ultimo, GIOVANNI CAROSIO, “La riforma delle regole prudenziali” Associazione Bancaria Italiana – Basilea 3: Banche e Imprese verso il 2012 – Roma maggio 2010.

di mercato di garantire autonomamente assetti stabili ed efficienti.³ Tale pensiero viene, allo stesso tempo, comunemente considerato come una condizione necessaria, ma non sufficiente, per giustificare l'intervento esterno; l'ulteriore condizione per giustificare un intervento esterno è che il costo della regolamentazione risulti inferiore ai benefici che l'intervento normativo potrà produrre. Tale convincimento, pur ampiamente condivisa, ha trovato finora difforme applicazione all'interno dei diversi Paesi.

In ambito europeo, già nelle conclusioni del Consiglio Europeo di Lisbona del 2000, si affermava l'importanza di tali principi, sottolineando, ad esempio, come "la competitività e il dinamismo delle imprese dipendano direttamente da un contesto normativo propizio all'investimento, all'innovazione e all'imprenditorialità" (par. 14); da qui la raccomandazione, rivolta agli Stati Membri e all'Unione, di adottare, ai fini della semplificazione del quadro normativo, una "strategia per azioni coordinate" (par. 17). Lo stretto legame tra sviluppo, competitività e la individuazione di una *policy* volta al miglioramento della "qualità delle leggi" è stato, da ultimo, oggetto di attenzione in sede europea e internazionale⁴.

Al contrario, l'inflazione normativa, il sovrapporsi di regole spesso poco chiare, ridondanti e contraddittorie, sono ritenute di ostacolo al funzionamento dei mercati, limitano la competitività delle imprese, scoraggiano l'afflusso di capitali e gli investimenti transfrontalieri, ritardano il processo di globalizzazione dell'economia e dell'industria finanziaria. "Il fattore regole" diviene così un elemento critico per l'efficienza e la competitività dei mercati finanziari, rappresenta un'ulteriore sfida per regolatori e soggetti vigilati che va ad aggiungersi a quelle generate dai "fattori di mercato"⁵.

Il sistema delle regole, in pratica, deve mantenere il passo con l'evoluzione e la complessità dei mercati, senza impedirne lo sviluppo e l'innovazione; esso, poi, deve avere costi, gravanti sugli

3 Il problema delle interazioni tra soggetti e fallimenti di mercato evoca riferimenti ad interpreti fondamentali del pensiero economico e sociale da Smith a Mill, da Ricardo a Marx fino al più recente Keynes. Per una sintesi su vari apporti dottrinali, cfr. DASGUPTA A.K. "La Teoria Economica da Smith a Keynes", Bologna 1987 e, più in generale, si veda anche SCUMPETER J.A. "Capitalism, Socialism and Democracy", (?) 1942.

4 In particolare: a) l'Unione Europea (che dedica ormai alla *better regulation*, con regolarità, un paio di paragrafi delle conclusioni di tutti i Consigli Europei degli ultimi anni) ha impegnato la Commissione e gli Stati Membri a una riduzione del 25% degli oneri da regolazione entro il 2012; l'impegno è tuttavia limitato ai soli oneri "informativi", che possono essere stimati intorno a un terzo dei costi di regolazione totali; b) l'OCSE ha intrapreso una campagna di *review* analitica della qualità dei processi di regolazione degli Stati europei (vi è già un "Report on better regulation" per ciascuno dei nuovi dodici Stati Membri; è appena partita la strategia nei confronti dei "primi quindici", tra cui l'Italia); c) la *World Bank*, nel suo rapporto annuale *Doing Business*, colloca da sempre l'Italia in posizioni non lusinghiere nelle classifiche mondiali per alcuni indicatori di non buona qualità della regolazione (tra cui rientra la mancata semplificazione e accelerazione dei tempi della giustizia).

5 Sul tema M. VENTURINI evidenzia come: "L'industria bancaria (sia) al centro di una forte evoluzione per effetto di spinte esogene ed endogene. Accanto a comportamenti degli operatori, all'innovazione tecnologica, all'ampliamento e alla diversificazione dei mercati e dei prodotti occorre inserire il fattore regole. Regole generali e regole sezionali: regole attinenti più specificatamente al contesto normativo e regole attinenti più specificatamente al contesto operativo." Cfr., in proposito, M. VENTURINI, "Evoluzione della Normativa Comunitaria sui Mercati e le Nuove Regole Contabili". Intervento tenuto a SADIBA nell'ambito del Seminario su "Banche e Mercati Italiani nella Prospettiva Internazionale" S. Marco – Perugia 19-20 Marzo 2004. "Associazione per lo Sviluppo degli studi di Banca e Borsa"; quaderno n. 212.

operatori, il più possibile contenuti. Da qui l'interrogativo dei regolatori sul modello regolamentare meglio rispondente a tali esigenze: uno schema di regole basato prevalentemente sull'indicazione di principi di carattere generale (*principles-based regulation*); oppure un modello costruito sulla formulazione di regole aventi carattere di specificità (*rule-based regulation*)?⁶

Una regolamentazione basata su principi pone le persone di fronte all'obbligo del rispetto del principio/obiettivo della norma. L'attenzione, in tale contesto, si sposta sui risultati più che sul rispetto formale delle regole, comportando, in un'ottica di generale semplificazione del quadro regolamentare, la necessità di focalizzarsi sulla sostanza e sugli effetti concreti della norma. Ciò permette alle imprese di decidere come meglio allineare gli obiettivi di business e i processi operativi alle finalità della regolamentazione, organizzandosi in modo relativamente autonomo, anche in materia di introduzione di nuove tecniche di gestione dei rischi. Il profilo della *compliance*, in tale logica, non è più da ascrivere alla sola responsabilità degli addetti ai controlli, finendo per costituire parte integrante delle responsabilità manageriali⁷. Tale approccio, concentrandosi sui risultati piuttosto che su prescrizioni specifiche, appare più adatto a supportare scenari caratterizzati da mercati finanziari dinamici e fortemente innovativi, in quanto maggiormente in grado di rispondere, con rapidità, al ritmo dei cambiamenti.

Un esempio di regolamentazione basata sui principi è rappresentato dagli *standards* contabili internazionali (IAS/IFRS). Gli IAS, infatti, dettano, in tema di redazione del bilancio, principi generali (tra cui quello della valutazione al *fair value* di alcune tipologie di attività e passività finanziarie), il cui rispetto sostanziale è demandato direttamente alle imprese. Ne è prova, tra l'altro, a differenza delle regole precedenti, l'assenza di schemi di bilancio particolarmente dettagliati.

Un sistema basato su regole puntuali e specifiche - di fatto adottato in gran parte degli ordinamenti finanziari - offre, diversamente dall'approccio per principi generali, il vantaggio di porre gli operatori di fronte ad obblighi relativamente chiari, rispetto ai quali, più agevolmente, si è nelle condizioni di valutare il grado di conformità ad essi, specie quando le regole abbiano ad oggetto fenomeni di natura quantitativa. Sotto altro profilo, regole dettagliate e prescrittive risultano

⁶ L'argomento viene ampiamente dibattuto nel corso del seminario "Principles VS. Rules" organizzato dall'AMCHM (American Chamber of Commerce in Luxembourg) e l'ALFI (Luxembourg Fund Industry Association); nell'ambito degli interventi si segnalano i discorsi di Mr. Yves Mersch, Governatore della Banca Centrale Lussemburghese e Mr. Roel Campos esponente della SEC. Vedasi anche il documento della FSA, *Principles-Based Regulation, Focusing on the Outcomes that Matter*, London, April 2007.

⁷ Un dirigente della FSA CLIVE BRIAULT, Managing Director, Retail Markets, nel discorso "More principles-based regulation and Treating Customers Fairly" tenuto all'Australian Securities and Investment Commission (ASIC), Summer School, 7 March 2007, ha affermato, in proposito, come la responsabilità principale di realizzare un'efficace regolamentazione per principi ricada sul top management degli intermediari. Egli, in particolare, ha posto in evidenza: "We believe that senior management are in the best position to drive and to embed change throughout their firms by taking into account their customers, products and services. A more principles-based approach provides senior management with greater flexibility to determine for themselves how best to run their business, and how to deliver the outcomes contained in our Principles in a way that is consistent with their commercial objectives. Firms should have the scope to compete and innovate while meeting our requirements; and the scope to compete by exceeding our minimum requirements".

maggiormente invasive e poco appropriate ad accompagnare i sostenuti ritmi di cambiamento del mercato, rischiando talvolta di diventare, in breve tempo, obsolete e superate.

Punti di forza e di debolezza sono presenti, come è dato intuire, in entrambi i modelli regolamentari; la soluzione ottimale non può, quindi, che essere ricercata in una soluzione di compromesso, di giusto equilibrio tra i due schemi. Un orientamento, quindi, non rigido, ma modulare, che presenti, in uno, un'equilibrata presenza di regole e principi, pur nella consapevolezza che, comunque, le scelte di fondo non potranno non risentire delle caratteristiche istituzionali dell'ordinamento giuridico interno (se, ad esempio, di *common law* o di *civil law*) e dei numerosi vincoli esterni, non ultimo quelli rappresentati dagli obblighi di adeguamento alla normativa comunitaria e internazionale⁸.

Si è, quindi, dell'opinione che: a) i mercati, per essere disciplinati in modo efficace ed efficiente, abbiano bisogno di regole e principi; b) il grado di prevalenza dei principi sulle regole o, viceversa, delle regole sui principi, dipenderà soprattutto dalle caratteristiche morfologiche ed istituzionali dei singoli sistemi. E', in definitiva, la stessa realtà del mercato a guidare le differenze di impianto normativo.

Sistemi finanziari caratterizzati da mercati al dettaglio ovvero all'ingrosso dove gli attori che vi operano svolgono funzioni e ruoli diversi richiedono inevitabilmente approcci regolamentari eterogenei con un diverso mix di regole e principi. I mercati al dettaglio hanno bisogno di più norme e regolamenti specifici, sì da consentire ai meno sofisticati investitori e/o consumatori una più agevole comprensione e comparazione di prezzi e condizioni di riferimento; per contro, in presenza di piazze finanziarie più evolute ove le grandi istituzioni assumono un ruolo predominante è agevole immaginare che vi siano più ampi spazi per interventi regolamentari maggiormente basati su principi.

La considerazione che se ne deduce è che ogni modello normativo altro non è che la combinazione dei due citati schemi normativi apparendo, conseguentemente, un mero esercizio accademico il voler sostenere l'esistenza di un dilemma: regole *vs.* principi. La FSA, per la regolamentazione delle attività bancarie e finanziarie nel Regno Unito, Paese citato da molti come il paradigma della moderna regolamentazione stante il suo approccio basato su principi, si avvale, come rilevato

⁸ Numerose le considerazioni e le analisi effettuate sul tema dagli organismi europei ed internazionali. Il Governatore della Banca d'Italia, nell'intervento al *Foreign Bankers' Association in the Netherlands* – Amsterdam, giugno 2008 - mette, tra l'altro, in evidenza come “La regolamentazione e il quadro di vigilanza prevalenti a livello nazionale (vadano) armonizzati, al fine di evitare che le stesse norme e le diverse pratiche di vigilanza influenzino le decisioni strategiche delle banche. Ciò è essenziale per scongiurare una “corsa al ribasso” nella fissazione delle norme o nell'attività di supervisione bancaria”. Cfr., sul punto, M.DRAGHI, “*Banche e Mercati: lezioni dalla crisi*” in Documenti della Banca d'Italia n. 833 – giugno 2008. Più recentemente, si veda la documentazione prodotta dal Financial Stability Board alla riunione del G-20 sui Progressi del programma di riforma globale della regolamentazione (Washington 23 aprile 2010).

dall'ex presidente Callum McCarty, oltre che di principi, di un *rulebook* composto da oltre 8.500 pagine, dimensione a cui pochi paesi con caratteristiche di *civil law* si avvicinano⁹.

L'attività di normazione negli ultimi anni è stata fortemente segnata dalla volontà delle Autorità di conseguire il giusto bilanciamento tra i due modelli. L'indirizzo seguito è stato quello di favorire, ove possibile, la diffusione di norme basate su principi, in modo da poter sfruttare al meglio le forze di mercato e consentire all'industria di sviluppare autonomamente principi e prassi comportamentali utilizzabili anche per limitare fenomeni di *failure*. Tale approccio regolamentare è stato considerato come meno oneroso per i soggetti vigilati: offriva loro la possibilità di avere una serie articolata di opzioni con vantaggi superiori rispetto ad una soluzione regolamentare uguale per tutti, che avrebbe prodotto, ingiustificatamente, costi eccessivi per gli intermediari meno sofisticati. Recenti esperienze dimostrano quanto appena sostenuto: gli schemi regolamentari introdotti dall'Accordo sul capitale delle banche (c.d. Basilea 2) e confermati, nell'approccio metodologico di base, nelle nuove regole, in via di definizione, volte al rafforzamento della stabilità del settore finanziario (c.d. Basilea 3), possono essere visti come momenti espressivi di questa tendenza. Il principio generale della disciplina "sull'Accordo" è stato declinato in una serie di regole flessibili ('modulari') e, soprattutto nel caso dei sistemi avanzati di misurazione del rischio, coerenti con le prassi adottate dai grandi intermediari internazionali¹⁰. Allo stesso modo, le nuove e più incisive regole di controllo e gestione del rischio di liquidità richieste dal G20 e dal FSB come risposta alla recente crisi si caratterizzano anch'esse per la presenza di documenti contenenti sia principi di carattere organizzativo che regole di natura quantitativa (*liquidity coverage ratio e net stable fundig*). A conferma di quanto detto, nella fase di finalizzazione delle norme, sarà ancora una volta fondamentale trovare il giusto equilibrio tra principi e regole per consentire agli intermediari di mantenere profili di liquidità sufficientemente prudenti evitando, al tempo stesso, che l'introduzione dei nuovi requisiti produca maggiori costi e minori disponibilità di risorse per la clientela¹¹.

Nel concreto, la ricerca del giusto equilibrio tra principi e regole, rappresenta per i regolatori un compito non facile in ragione, sia delle diverse esigenze da conciliare, sia delle incertezze che

9 Intervento di CALLUM McCARTY "Financial regulation: Myth and Reality", 13 febbraio 2007.

10 Si segnala, in proposito, la relazione tenuta nel recente Convegno DEXIA Crediop, con la quale, nel delineare i profili evolutivi della disciplina di vigilanza in materia di controlli interni nelle banche, si evidenzia la necessità "di una regolamentazione *principle based* che indicherà i principi generali, integrati, ove necessario, da linee applicative e indicazione sulle prassi virtuose. Il grado di prescrittività delle regole sarà informato al principio di proporzionalità (...). L'adozione della normativa seguirà le modalità proprie della *better regulation*: verrà preceduta dalla consultazione con il sistema bancario e gli altri soggetti vigilati" (cfr. A.M.TARANTOLA, Il Sistema dei Controlli Interni nella *Governance* Bancaria – Documenti della Banca d'Italia – giugno 2008). Sull'argomento si veda anche il volume "Diritto delle Banche e degli Intermediari Finanziari" a cura di Enrico Galanti - CEDAM 2008 - ed in particolare il capitolo su "La Vigilanza sulle Banche" in cui si evidenzia come "una vigilanza basata sugli incentivi e sulle migliori prassi si caratterizza, sul piano dei contenuti regolamentari, per l'orientamento a una normativa basata su principi e obiettivi di carattere generale, piuttosto che su limiti operativi e su dettagliate regole di comportamento. La regolamentazione per obiettivi...valorizza il ruolo dell'autoregolamentazione che va colmando gli spazi lasciati liberi dalla regolamentazione pubblica".

11 Le nuove regole, infatti, che nelle intenzioni del Comitato di Basilea dovrebbero entrare in vigore alla fine del 2012, verrebbero introdotte con la necessaria gradualità al fine di non ostacolare la ripresa economica e di consentire, altresì, agli intermediari di adeguarsi al nuovo quadro normativo..

incombono sulle opzioni da adottare. E' da ritenere, ad esempio, che amministratori e manager accettino con favore una regolamentazione prevalentemente basata su principi in quanto lascia loro ampi spazi discrezionali, mentre operatori e, in genere, responsabili di *compliance* siano più propensi ad accettare la certezza fornita dalle regole. Il compito viene reso ancora più complesso ove si consideri che l'approccio prescelto in un dato momento storico, attesa la fluidità delle materie oggetto di regolamentazione, potrebbe non essere più idoneo, in altro momento, ad assicurare un equilibrato, quanto efficace assetto disciplinare.

3. La strategia del dialogo

Un altro tema che, in più occasioni, ha costituito materia di ampio dibattito è rappresentato dall'affermarsi dell'idea che il processo di regolamentazione non possa prescindere dalla collaborazione e dal confronto con le forze di mercato. Industria finanziaria e regolatori hanno un comune interesse a condividere il processo di produzione normativo e a rafforzare, per tale via, il livello di stabilità del sistema finanziario. Negli ultimi anni il confronto tra regolatori e soggetti regolati ha ricevuto significativi impulsi dagli avvenimenti che hanno caratterizzato, e continuano a caratterizzare, lo sviluppo dei mercati finanziari quali: *l'innovazione finanziaria* (che accomuna vieppiù i diversi segmenti in cui si articola il mercato finanziario: bancario, assicurativo, creditizio, mobiliare); *la tecnologia delle telecomunicazioni* (che elimina le barriere fisiche/geografiche all'azione degli intermediari); *la globalizzazione* (che sposta a livello sopranazionale, europeo e mondiale il momento delle scelte normative in materia finanziaria); le situazioni di crisi che hanno continuamente richiamato l'attenzione sulle problematiche prodotte da nuovi e più sofisticati rischi.

Si è sempre più rafforzata l'idea secondo cui l'iter legislativo e/o regolamentare che non tenga adeguatamente conto degli input di mercato e degli *stakeholder*, trascurando rilevanti profili di interesse riconducibili a soggetti dello scenario disciplinare, finisca per ridurre l'efficacia delle regole esponendole, altresì, al rischio di contestazioni. E' opportuno, quindi, che il processo regolamentare si muova lungo un percorso programmato, basato sul confronto ed il dialogo continuo con tutti i soggetti interessati, posto altresì che, spesso, ancor prima del regolatore, è proprio il mercato ad individuare problematiche e rischi che si annidano nel sistema.

Il dialogo con le categorie interessate contribuisce alla formazione di regole "partecipate" e più condivise: serve a cogliere i suggerimenti provenienti da coloro che stabilmente operano nel mercato, a rafforzare l'individuazione delle priorità e ad aprire utili contraddittori sulle soluzioni da adottare. Il confronto non è, ovviamente, diretto a trasferire il processo decisionale, che resta incontestabilmente in capo alle Autorità di regolamentazione, ma è volto, in una logica di comune

interesse tra i partecipanti al processo, all'affinamento ed all'ottimizzazione della qualità delle regole¹².

L'*Institute of International Finance (IIF)*, in un rapporto che raccoglie pareri e considerazioni di istituzioni e Autorità di diversi Paesi, riporta sull'argomento interessanti considerazioni¹³. Nel documento si evidenzia come al fine di conseguire una efficace regolamentazione sia fondamentale plasmare una precisa strategia del dialogo, tra regolatori e industria dei servizi finanziari, sulla base di un set di principi guida quali, tra gli altri: la reciproca fiducia e rispetto di giudizio; soluzioni orientate al mercato (ritenute preferibili ogni qualvolta sia possibile); l'esigenza di una coordinazione *cross-border* della regolamentazione (vista come aspetto essenziale del processo regolatore di ogni Paese); le presenza di sanzioni proporzionate (considerate parte irrinunciabile di una efficiente ed efficace regolamentazione).

Due di tali principi, anche per l'estrema attualità che al momento rivestono, risultano in modo particolare meritevoli di approfondimento. Essi riguardano la fiducia reciproca tra regolatori e soggetti regolati ed il coordinamento del sistema delle regole a livello internazionale.

La crisi del mercato *subprime* e i numerosi scandali finanziari hanno ampiamente dimostrato l'importanza che la fiducia ha per il corretto funzionamento dei mercati e per la loro stabilità. Comportamenti non del tutto avveduti e poco trasparenti, assenza di adeguati presidi e di efficaci meccanismi di autocontrollo, informazioni carenti ed una regolamentazione vulnerabile sono stati alcuni degli elementi che hanno contribuito a scalfire la fiducia e generato incertezze tra gli operatori, provocando, in primis, l'indebolimento del sistema bancario e finanziario d'oltre oceano, con gravi ripercussioni su tutti i mercati internazionali. Le turbolenze hanno generato forti tensioni e fallimenti a catena facendo registrare gravi perdite a carico di risparmiatori ed investitori¹⁴.

Il dialogo tra regolatori e industria finanziaria, per quanto sopra illustrato, rappresenta uno strumento importante per accrescere la fiducia nel sistema, agevola la reciproca conoscenza, stimola comportamenti trasparenti, producendo, in definitiva, una maggiore *accountability*. Tutto ciò, avuto

12 In proposito si rileva come, nell'ambito della nuova regolamentazione prudenziale, "il dialogo" vada assumendo un orizzonte pluriennale: "Le attività di riconoscimento dei modelli e dei sistemi di gestione dei rischi modificano profondamente la natura delle relazioni fra vigilanti e vigilati, riducendo le asimmetrie informative e potenzialmente anche i fraintendimenti e le diffidenze reciproche: nella immutata distinzione dei ruoli, è più agevole, all'interno del nuovo regime prudenziale, riconoscere la condivisione di obiettivi fondamentali (primo fa tutti quello di un sicuro ed efficace presidio dei rischi da parte dell'intermediario) e partire da quelli per puntare a un rafforzamento dei sistemi di misurazione e del loro utilizzo gestionali. Il dialogo inoltre si sviluppa in maniera continuativa su orizzonti pluriennali, poiché sono coinvolti programmi complessi di ristrutturazione organizzativa e di investimenti" (cfr. G.CAROSIO, "L'applicazione di Basilea 2 alla prova dei fatti", in Documenti della Banca d'Italia, n.832 – aprile 2008).

13 Institute of International Finance "*Proposal for a Strategic Dialogue on Effective Regulation*" Washington, Dicembre 2006.

14 La stretta interazione tra fiducia dei mercati e sistema delle regole impone, quindi, in presenza di un contesto fortemente dinamico e innovativo, una sollecita azione di adeguamento del quadro normativo da parte dei regolatori. Secondo molti osservatori la principale causa della crisi finanziaria affonderebbe le sue radici proprio nel fallimento dello schema regolamentare, non più adatto a fronteggiare nuovi e più sofisticati rischi. Cfr., in proposito, D.MASCIANDARO, in il Sole 24 ore del 19 settembre 2008, il quale sottolinea che "L'economia di mercato si sviluppa se vi è fiducia; un ingrediente fondamentale della fiducia è la stabilità finanziaria (...). Oggi il sistema finanziario americano è instabile, e la causa originaria è la sua cattiva regolamentazione e vigilanza, che ha esaltato i benefici, ma non ha saputo ridurre i rischi di instabilità".

riguardo ai versanti del mercato e delle imprese, stimola l'adozione di condotte virtuose, offre sufficienti informazioni agli operatori, permettendo loro di operare in maniera responsabile ed etica e di dedicare adeguate risorse al governo societario e all'attività di controllo dei rischi. La fiducia può trarre ulteriore sostegno dai codici di autodisciplina e di comportamento interno, allorquando essi si dimostrino allineati ai medesimi principi ed obiettivi del regolatore.

Il dialogo tra autorità ed industria finanziaria può diventare fondamentale anche per dare nuova vitalità al processo di riforma globale della regolamentazione, un percorso, su cui da tempo si è impegnati, proiettato alla costruzione di un sistema di regoli uniformi e alla rimozione delle barriere regolamentari presenti nei vari Paesi. Da più parti è stato riconosciuto che occorre intensificare l'attuale processo di armonizzazione delle regole. Si è osservato, tra l'altro, come negli ultimi anni, in troppe aree, le regole siano state elaborate in maniera disomogenea, lasciando ampi spazi per arbitraggi regolamentari. Il livello di armonizzazione raggiunto, avuto riguardo al quadro europeo, ha risentito del permanere di opzioni e discrezionalità nazionali e degli ampi margini concessi agli Stati membri per l'adattamento delle norme comuni al momento del recepimento nelle legislazioni nazionali, arrecando differenziazioni anche notevoli al perimetro del quadro normativo comunitario. Fuori dall'Unione Europea e, quindi, dalle regole imposte dal Trattato le disarmonie tra le legislazioni dei vari Paesi risultano essere ancora più accentuate.

La crisi ha reso ancora più evidente tale problematicità, palesando la netta divergenza tra il rapido ritmo evolutivo della globalizzazione dei mercati e quello troppo lento della regolamentazione, rimasta ancora troppo radicata alle politiche e alle legislazioni nazionali¹⁵. L'impianto istituzionale e le regole in vigore nei diversi Paesi non sono apparse, in via generale, in linea con le pratiche di mercato; la completa omogeneizzazione delle regole e una cultura regolamentare unica sono obiettivi non ancora realizzati, viste le differenze rilevanti che continuano a contraddistinguere le giurisdizioni dei singoli Paesi.

Il G20 ha recentemente sottolineato come uno dei più importanti insegnamenti che bisogna trarre dalla crisi è l'entità delle crepe che il "*perimetro della regolamentazione*" ha evidenziato. In molte giurisdizioni attività finanziarie a rilevanza sistemica si sono potute sviluppare anche grazie alla presenza nel sistema di zone non regolamentate; circostanza, questa, che ha favorito un aumento eccessivo della leva finanziaria e dei rischi che si sono poi scaricati anche su intermediari vigilati¹⁶.

In risposta a tale criticità il G8, nel corso del summit del 2009 tenuto a L'Aquila, approva una dichiarazione sull'importanza della ricerca di nuove regole a livello globale per l'economia e la finanza, il c.d. "*legal global standard*". Il documento stilato dall'Ocse sintetizza in 12 principi la

15 Si veda, a tale riguardo, il Ministro dell'Economia Giulio Tremonti su il Corriere della Sera del 18 settembre 2008, il quale, in merito alle cause del recente crollo del sistema americano, asserisce che "alle radici del male c'è la dissociazione tra finanza e regole (...). Le regole restano locali mentre la finanza diventa internazionale, trasferendosi in un suo proprio regno fatto di anarchia e anomia (...). Se il male è stato l'assenza di regole, la cura può essere solo la costruzione di regole".

16 Cfr., in proposito, l'intervento di A.ENRIA del 13 febbraio 2010 "Nuove architetture e nuove regolamentazioni di vigilanza Europea", tenuto in occasione del Congresso Annuale delle Associazioni dei Mercati, (AIAF, ASSIOM, ATIC-FOREX)) Napoli..

necessità di un quadro rafforzato per la regolamentazione e la supervisione finanziaria, promuovendo coerenza tra norme contabili e prudenziali, creando strumenti adeguati per affrontare la prociclicità e assicurando una visione globale di tutte le attività ed entità sistematicamente rilevanti. Il contenuto è destinato a rappresentare, in prospettiva, un interessante tavolo di confronto per le istituzioni pubbliche e gli operatori privati¹⁷.

Servirebbe, quindi, un salto di qualità nella strategia del dialogo: occorre, più precisamente, radicare nel sistema la convinzione che lo scenario del confronto non può più essere limitato alla sola dimensione nazionale e/o alla specifica realtà dei singoli mercati locali e rafforzare, altresì, il convincimento che le modifiche regolamentari esclusivamente basate su approcci nazionali non sono più adatte a disciplinare mercati globali e intermediari di statura internazionale.

Il Financial Stability Board (FSB) ha ravvisato nei collegi dei supervisori lo strumento idoneo per rafforzare la cooperazione e lo scambio di informazioni tra i diversi Paesi coinvolti nella regolamentazione sui gruppi internazionali. Essi potrebbero diventare la sede ideale anche per muovere, così come sopra auspicato, verso la concretizzazione della nuova strategia del dialogo tra autorità e intermediari cross-bord. In tale ottica è da auspicare che i collegi siano messi nelle condizioni di rendere più incisiva la loro azione. Servirà, molto verosimilmente, una chiara legislazione di riferimento che dia precise indicazioni su poteri e compiti di tali organismi in modo da divenire la sede preferita dove confinare la valutazione integrata dei rischi a livello di gruppo, la programmazione dell'attività di supervisione e gli interventi correttivi da utilizzare.

4. L'analisi costi-benefici della regolamentazione

Nelle diverse sedi nazionali e internazionali è maturo il convincimento secondo cui, ai fini del miglioramento della qualità della regolamentazione, le norme vadano introdotte solo quando i vantaggi risultano superiori ai costi che essa comporta. Si segnalano, in proposito, i riferimenti riportati nel Libro Verde della Commissione Europea sulla Politica dei Servizi Finanziari (2005-2010) ove si precisa quanto segue: "Come in passato, occorrerà che sia dimostrabile sulla base di prove concrete che gli atti legislativi e le disposizioni di applicazione oggetto di eventuali nuove proposte a livello europeo produrranno benefici economici significativi in termini di efficienza e di

¹⁷ Un primo rapporto sul global legal standard è stato presentato dal Segretario Generale dall'Ocse ANGEL GURRIA, "Better Regulation to Ensure Market Dynamics" al Ministero dell'Economia e delle Finanze italiano il 4 maggio 2010. L'idea posta a base dell'impianto di lavoro e che tali principi debbano, in un momento successivo, approdare sul tavolo del G20 al fine di pervenire ad un elevato livello di convergenza internazionale. Tra i primi punti del nuovo codice etico-economico si riscontrano il superamento del segreto bancario, il rispetto degli standard per la difesa dell'ambiente, del lavoro, la lotta all'evasione e all'elusione fiscale, la lotta alla criminalità finanziaria e al riciclaggio, la definizione di tetti agli stipendi per top manager di banche e imprese, la definizione di una governance delle grandi imprese condivisa e basata su regole certe e trasparenti.

stabilità. Uno dei criteri dovrebbe essere (quello di verificare che) le misure proposte facilitino le operazioni transfrontaliere e migliorino la competitività dei mercati finanziari europei, tutelando, al tempo stesso, la stabilità interna (...). Le disposizioni legislative adottate devono rispettare i principi di sussidiarietà e proporzionalità sanciti dal trattato e rafforzare la concorrenza”.

Lo strumento generalmente utilizzato per valutare l'impatto dei provvedimenti normativi, attuati o da attuare, è l'analisi costi-benefici, che mira a porre a confronto vantaggi e svantaggi delle varie soluzioni individuate dai regolatori¹⁸. Nel nostro Paese, l'art. 23 della legge n. 262 del 28 dicembre 2005 (c.d. legge sul risparmio) richiede che venga condotta e resa pubblica una valutazione dell'impatto economico di ogni nuovo atto regolamentare relativo al settore finanziario. L'articolo appena citato, in proposito, prevede: a) l'obbligo di valutare le conseguenze sull'attività delle imprese e degli operatori; b) il criterio di proporzionalità, inteso come criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minor sacrificio degli interessi dei destinatari; c) l'obbligo di rivedere periodicamente la regolamentazione. E' da sottolineare come la legge non contenga un riferimento preciso all'analisi costi-benefici, lasciando alle singole Autorità, relativamente a tale aspetto, ampia discrezionalità; il richiamo al solo concetto della proporzionalità potrebbe, in verità, risultare un vincolo troppo debole per le Autorità.

Dato un certo obiettivo di *policy*, l'analisi dei costi e dei benefici consente di valutare ex-ante l'impatto dell'introduzione di nuove normative, della variazione di quelle vigenti o di specifici interventi. Va subito detto che tali principi non sono del tutto nuovi per la promulgazione della normativa di vigilanza a livello comunitario e nel nostro paese. Da ultimo l'intero pacchetto regolamentare emanato dal comitato di Basilea (c.d. Basilea 3) è stato posto in consultazione, per un periodo di quattro mesi, è sarà oggetto di un articolato studio d'impatto, finalizzato a valutare gli effetti quantitativi delle singole modifiche proposte sui bilanci delle banche e di raccogliere le informazioni necessarie per la calibrazione del livello definitivo di capitale e di liquidità che gli intermediari dovranno tenere¹⁹. [Allo stesso modo, le regolamentazioni prudenziali più importanti emanate dalla Banca d'Italia sono normalmente supportate da studi quantitativi in ordine ai possibili impatti sui mercati rilevanti e sulla situazione tecnico-patrimoniale degli intermediari vigilati].

La previsione legislativa sopra richiamata se, per un verso, ha introdotto nel nostro Paese, relativamente al processo di regolamentazione, formali e precisi vincoli per le Autorità di controllo, per altro verso, ha offerto alle medesime l'opportunità di migliorare e consolidare l'intero processo adottato.

I costi della regolamentazione rappresentano, tuttora, un terreno alquanto innovativo; sussistono ancora difficoltà metodologiche nella misurazione, oltre che dei costi, anche dei benefici della

18 In proposito cfr. F.CANNATA – M.QUAGLIARIELLO, *Il Costo Della Regolamentazione Bancaria: Una Rassegna Delle Metodologie e Delle Applicazioni*, Mimeo 2006.

19 Per maggiori dettagli cfr. l'intervento di G.CAROSIO, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, Verso la revisione della regolamentazione sul capitale – Modena 29 gennaio 2010 - Convegno ADEIMF - Università degli studi di Modena e Reggio Emilia..

regolamentazione. I primi sono di solito definiti e comunque identificabili²⁰; i secondi sono spesso molto più difficili da quantificare, sia per mancanza di dati – specie se di natura qualitativa - sia perché diffusi tra un numero molto elevato di soggetti. La complessità della materia richiederebbe congiunte riflessioni tra i regolatori ai fini della individuazione di strategie comuni e di identiche metodologie di analisi, un primo passo per limitare le possibili incertezze sui risaltati.

Bisogna evitare, altresì, di cadere nell'errore che le analisi risultino astratte e prive di utilità. Secondo quanto è dato ricavare da taluni studi a carattere scientifico, i dati forniti dalla SEC in occasione delle proposte regolatorie negli Stati Uniti non potevano essere considerati in senso tecnico come un'analisi costi-benefici e quindi, in quanto tali, non rispondenti ai requisiti imposti dalla legge alle Autorità di controllo americane²¹. Il problema ha assunto lineamenti ancora più vasti non appena due rapporti, entrambi redatti nel novembre 2006²², individuavano nel sistema della regolamentazione il motivo fondamentale della perdita di competitività della piazza finanziaria americana nei confronti di quella di Londra, rilevando a favore di quest'ultima una maggiore semplicità del complessivo quadro regolamentare e più contenuti costi di *compliance*²³.

Nonostante la rilevanza della tematica e la circostanza che talune autorità siano da tempo tenute per legge a compiere un'analisi costi-benefici delle norme che intendano emanare, poche risultano essere le stime empiriche in grado di misurare il costo complessivo e di consentire un raffronto tra i diversi Paesi. Per poter cogliere taluni interessanti spunti di riflessione sull'argomento bisogna risalire ad un documento della FSA del 2000²⁴, in cui vengono confrontati i costi diretti della regolamentazione e di *compliance* con riferimento a taluni Paesi (Usa, Aus, Fra, Can, Uk e Nz).

20 I costi che generalmente vengono presi in esame si possono identificare in: a) costi diretti, cioè quelli di funzionamento delle autorità preposte alla predisposizione, all'implementazione e alla verifica del rispetto della regolamentazione; b) costi di *compliance*, cioè quelli che le imprese e i vari soggetti economici sopportano per realizzare tutte quelle attività che non si sarebbero rese necessarie in assenza della regolamentazione; c) costi indiretti cioè quelli, spesso senza effetti immediati in termini monetari, definibili come impatti negativi sul funzionamento del mercato. Tra essi, possono essere ricordati quelli derivanti dalla riduzione della concorrenza, dall'imposizione di comportamenti uniformi alle imprese, dal *moral hazard* (ad esempio nel caso dell'assicurazione sui depositi).

21 Sulla base del ricorso di un'associazione di categoria, un tribunale americano (D.C. Circuit) giudicò invalido il regolamento perché la Sec "non aveva adempiuto al suo obbligo istituzionale di determinare nel modo migliore possibile le implicazioni economiche della normativa proposta". La decisione venne riconfermata nel 2006 dopo che la SEC aveva riproposto lo stesso regolamento, ampliando semplicemente l'analisi dei costi relativi. Da allora si sono moltiplicate le critiche, anche nell'ambito di studi a carattere scientifico, come quelle di EDWARD SHERWIN (The Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Lessons from the SEC's Stalled Mutual Fund Reform Effort, in "Stanford Journal of Law, Business & Finance").

22 Trattasi di "Committee on Capital Markets Regulation, *Interim Report (Hubbard-Thornton Report)*, New York, November 30, 2006" e di "*Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership* (Bloomberg-Schuler Report), New York, November 2006".

23 Gli Stati Uniti avrebbero individuato le cause del declino in quattro aspetti fondamentali della regolamentazione: a) la complessità dell'architettura d'insieme; b) l'eccessiva prescrittività delle norme; c) i costi della disciplina introdotta dopo gli scandali finanziari (in particolare il famoso *Sarbanes-Oxley Act* del 2002); d) gli eccessivi costi in termini di sanzioni e risarcimenti collegati a giudizi civili, soprattutto collettivi.

24 Il documento a cui si fa riferimento è "*A New Regulator For The New Millennium*", London, FSA, January 2000.

Dalla lettura del documento, al quale si rimanda per maggiori approfondimenti, si possono trarre due indicazioni di grande interesse: a) esistono profonde differenze, in termini di costi, tra i vari Paesi; b) l'ordine di grandezza dei costi di *compliance* sono risultati in alcuni casi fino a dieci volte superiori a quelli diretti. Negli Stati Uniti, ad esempio, i costi di compliance risultano quadruplicati rispetto a quelli del Regno Unito e doppi rispetto a quelli della Francia e, addirittura, sono di ammontare dieci volte superiori a quelli diretti che lo stesso Paese ha fatto registrare.

Ne consegue che un'efficace analisi costi-benefici non può prescindere dal considerare l'entità degli impatti della regolamentazione negli altri Paesi e le soluzioni adottate dagli altri regolatori; fattori questi che, soprattutto in ambito comunitario, assumono un'importanza fondamentale per la competitività nel mercato unico. Le direttive europee e l'attività dei comitati armonizzano i principi della regolamentazione, ma non certo i costi relativi. Ricade nella responsabilità di ciascun Paese assicurare che la concorrenza sia correttamente garantita nel momento in cui si armonizzano le regole e si abbattano le barriere nazionali.

In proposito, va tenuto, inoltre, presente che l'analisi costi-benefici implica di per sé oneri di realizzazione per i regolatori (i c.d. costi diretti); diviene pertanto essenziale un utilizzo efficiente dello studio, lasciandosi guidare da un orientamento pragmatico, nel convincimento che una completa valutazione dei costi e dei benefici risulti estremamente complessa e potrebbe risultare non sempre necessaria e/o conveniente. Un adempimento, quindi, non da effettuare sempre e comunque, ma solo quando i vantaggi per la collettività siano superiori ai costi di realizzazione dell'analisi.

Parallelamente all'azione istituzionale in materia di analisi di impatto, di cui le Autorità risultino promotrici, appare opportuno che anche gli operatori facciano la loro parte. Una regolamentazione più "soft" e "amica del mercato", basata su principi, richiede maggiore consapevolezza e responsabilità da parte di chi a quelle regole deve dare poi pratica attuazione. Un costo eccessivo delle regole può dipendere anche dalle modalità con cui ad esse ci si adegua. Con l'aumento della complessità normativa è necessario innovare e ridisegnare anche il metodo con cui ci si uniforma alla norma. Ciò vuol dire che le regole devono entrare sempre più a far parte della cultura aziendale in modo da poter essere ricondotte all'interno dell'elaborazione delle strategie e dei processi operativi. Un nuovo e meno oneroso metodo di regolamentazione da parte delle Autorità può risultare realmente efficace solo se esso risulti correlato, a valle, ad un approccio più efficiente nell'attività di *compliance* dell'industria dei servizi finanziari.

5. L'azione di vigilanza.

Un quadro normativo maggiormente basato su principi e regole incentivanti ha, tra l'altro, richiesto un cambio di cultura nei rapporti tra regolatori e industria finanziaria ed un diverso approccio dell'attività di supervisione. Le imprese sono ora chiamate a modificare il proprio comportamento dovendo cogliere, da un lato, le opportunità offerte dal mercato e, dall'altro, le esigenze del loro

regolatore, assicurando condotte coerenti ai principi emanati. Un sistema di regole così strutturato ha significative implicazioni organizzative e operative anche per l'attività di supervisione. Una regolamentazione ispirata al criterio dell'efficienza, inteso anche come minimizzazione degli oneri a carico dei destinatari e al principio della proporzionalità dei mezzi rispetto all'obiettivo, trova il suo naturale complemento in un'attività di supervisione graduata in funzione della rilevanza dei rischi e dei corrispondenti presidi organizzativi dei soggetti vigilati (*risk based supervision*).

In concreto, e con riguardo ai profili di rischio che un intermediario può assumere, ciò comporta la necessità di strutturare un'azione di controllo mirata alla individuazione delle "priorità". Eventi con basso impatto e/o bassa probabilità di accadimento impegneranno solo marginalmente le risorse dell'Autorità di controllo con più contenuti costi anche per i soggetti vigilati. L'intensità dei controlli è cioè proporzionale (concetto ribadito e affermato con forza da Basilea2) al grado di rischio che ciascun intermediario assume. La supervisione si focalizza sugli effetti oltre che sul rispetto formale delle norme; assumono un ruolo crescente la specificità dei singoli intermediari, il processo di autocontrollo e l'utilizzo a fini prudenziali di soluzioni indicate dal mercato.

Nel Regno Unito, l'applicazione di tale logica ha fatto sì che solo l'un per cento degli intermediari regolati sia soggetto ad un regime "stretto e continuativo" di vigilanza, mentre la stragrande maggioranza dei quasi 30.000 soggetti vigilati sia sottoposta ad un regime di analisi puramente statistica. Ciò ha consentito di concentrare l'attenzione e le risorse sui problemi effettivi e di ridurre significativamente i costi per Autorità e soggetti vigilati²⁵. Naturalmente si tratta di un approccio metodologico che necessita di continue ed attente analisi valutative, al fine di evitare che settori e/o aree presidiate in misura minore generino rischi di proporzione sistemica.

Il grado di discrezionalità utilizzato dalle Autorità di controllo è relativamente più elevato nel caso di una regolamentazione basata sui principi rispetto a quello tipico di una disciplina basata sulle regole. In un'ottica di *check and balance*, alla maggiore discrezionalità deve pertanto accompagnarsi una elevata trasparenza e *accountability* delle valutazioni che i supervisori esprimono sull'osservanza del principio generale da parte dei soggetti vigilati.

²⁵ Sull'argomento, Callum MC CARTHY, ex Presidente della Financial Services Authority (FSA), ha rilevato "Abbiamo adottato un "metodo basato sul rischio", mediante il quale individuiamo il potenziale impatto che una qualsiasi istituzione può avere sugli obiettivi statuari della FSA, e la probabilità che tale impatto abbia luogo; la combinazione di questi due fattori produce un rating complessivo del rischio, che ci guida nell'allocazione delle nostre risorse. Le implicazioni pratiche di questa metodologia sono notevoli. Dal punto di vista della vigilanza, siamo in grado di operare distinzioni molto chiare tra quelle – pochissime – istituzioni finanziarie che rivestono una tale importanza da meritare la costituzione di un team dedicato di supervisori da parte della FSA, e le numerosissime imprese a <basso impatto>, sulle quali vigiliamo raccogliendo dati statistici ed effettuando studi tematici, ma presso le quali non è prevista alcuna visita nel corso della nostra attività annuale di vigilanza. L'1% circa delle imprese finanziarie su cui vigiliamo rientrano nella prima categoria, quella delle imprese di tale importanza da meritare l'assegnazione di un team FSA dedicato e quello che siamo soliti chiamare un <contatto ravvicinato e continuo>. Il 95% circa delle imprese che autorizziamo rientrano nella categoria corrispondente alla sola raccolta di dati statistici e supervisione tematica". Cfr., sul punto, "Tendenze Della Regolazione Della Finanza In Tempi Di Globalizzazione" - Quaderno n. 232, "Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa" – Perugia, marzo 2007.

Dal punto di vista dell'azione di vigilanza, la maggiore discrezionalità riconosciuta alle Autorità - sia sotto il profilo metodologico che del recepimento delle regole - ha, tra l'altro, favorito l'accrescimento del grado di differenziazione dei modelli di supervisione in uso nei diversi Paesi. Ci troviamo, oggi, di fronte ad un ampio divario nelle disponibilità e nelle modalità di utilizzo di informazioni qualitative e quantitative, negli strumenti d'intervento, nell'utilizzo dei controlli ispettivi e a distanza, nel ruolo attribuito a procedimenti amministrativi, nelle modalità di interazione con i soggetti vigilati, negli approcci per il controllo del processo di innovazione finanziaria. Occorre rilevare come, nonostante gli sforzi compiuti verso una maggiore armonizzazione della legislazione finanziaria a livello internazionale e comunitario, l'azione concreta, da parte degli Stati membri, non abbia assicurato una reale convergenza delle prassi e degli strumenti di vigilanza, penalizzando, in modo particolare, il pieno funzionamento della vigilanza sui gruppi cross-border.

Sul tema, l'UK Financial Service Authority nella *Turner Review* ha evidenziato come il diverso impatto della crisi nei singoli Paesi rifletta, in parte, anche la differente intensità dell'azione di vigilanza. Pur convenendo sul carattere riduttivo della classificazione dei modelli di vigilanza esaminati²⁶, l'analisi svolta, da un punto di vista generale, consente di cogliere un aspetto di particolare rilievo: l'approccio meno rigoroso dell'attività di vigilanza di un Paese e/o l'assenza di strumenti di analisi e di intervento adeguati possono aprire una "falla" nel sistema dei controlli, con la possibile trasmissione, attraverso di essa, di elementi di fragilità all'interno dei mercati. I fenomeni di instabilità, quindi, anche se inizialmente circoscritti, possono agevolmente propagarsi nel contesto finanziario internazionale, oggi sempre più integrato. Un'efficace attività di vigilanza ha bisogno, non solo di introdurre speditamente nuove regole comuni sul settore finanziario, ma anche e, soprattutto, di raggiungere una maggiore omogeneizzazione di prassi e metodi di supervisione. Se, per un economista, risulta impensabile muoversi verso un Sistema Europeo di Banche Centrali senza disegnare un quadro uniforme di strumenti e procedure di politica monetaria; allo stesso modo, per i supervisori, è del tutto inimmaginabile concepire un sistema di controllo privo di modelli e metodologie di vigilanza uniformi.

In tale ottica, all'indomani della crisi, i Capi di Stato e di Governo dei paesi del G20 hanno conferito mandato al Financial Stability Board (FSB) per formulare specifiche raccomandazioni e proporre soluzioni tecniche da tradurre in interventi concreti. Il piano di azione predisposto si snoda, di fatto, lungo diverse direttrici: la riforma globale della regolamentazione è quella degli assetti istituzionali della vigilanza europea proposta sulla base del rapporto De Larosière²⁷; la

²⁶ I modelli di vigilanza vengono classificati secondo una semplice tassonomia, che vede, da un lato, la vigilanza "leggera" (light touche) teorizzata e applicata dalla stessa FSA prima della crisi, dall'altro, la vigilanza basata su ispettori residenti.

²⁷ Nel settembre 2009 la Commissione Europea ha pubblicato le proposte legislative per dare attuazione agli accordi raggiunti dall'Ecofin sulla nuova architettura di vigilanza europea. Essa si baserà su due elementi portanti: a) un Consiglio Europeo per il rischio sistemico (European System Risk Board, ESRB); b) un Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (European System for Financial Supervision, ESFS). Quest'ultimo sarà incentrato su tre nuove autorità di vigilanza (ESA) con personalità giuridica di diritto

revisione delle norme prudenziali; il rafforzamento della trasparenza e dell'informativa al mercato, l'intensificazione della cooperazione tra autorità, l'adozione di strumenti omogenei per la gestione delle crisi²⁸.

Le proposte di riforma, più precisamente, toccano numerosi temi: la dotazione patrimoniale delle banche, l'ampiezza del perimetro regolamentare; il disegno di misure per attenuare la prociclicità dell'attività di intermediazione, i buffer di liquidità, l'introduzione di limiti al grado di leva finanziaria degli intermediari, il miglioramento della *governance* e dei meccanismi di remunerazione del *management*, il ruolo degli intermediari a rilevanza sistemica, l'integrazione tra la vigilanza macroprudenziale e quella microprudenziale, il coordinamento internazionale tra Autorità nel controllo delle istituzioni *cross-border*²⁹.

C'è da chiedersi se gli interventi programmati in materia di nuove regole e infrastrutture della vigilanza europea, possano bastare per la costruzione di un quadro normativo veramente uniforme e di una supervisione più efficace e integrata a livello europeo. O se al contrario, le opzioni e le discrezionalità nazionali, l'incrociarsi di veti e gli ampi spazi concessi agli Stati membri per l'adattamento delle norme comuni in sede di recepimento nelle legislazioni nazionali possano rappresentare ostacoli insormontabili per il conseguimento dei suddetti obiettivi. La risposta a questa domanda, vista l'esperienza del passato, è tutt'altro che scontata. Come è stato giustamente evidenziato, la riforma della vigilanza europea potrebbe scontrarsi con lo stesso limite rilevato dai risultati di una *survey* eseguita nel 2006 per misurare il successo del CEBS³⁰. I risultati emersi furono estremamente chiari: la qualità delle linee guida del Comitato era elevata; l'approccio seguito per la convergenza era corretto; la trasparenza del processo di *standard setting* buona; ma gli effetti sulle pratiche delle Autorità nazionali erano stati praticamente nulli. In altri termini, gli strumenti erano validi, ma l'applicazione scadente. In prospettiva, per arginare tale minaccia bisognerà soprattutto creare un più coeso quadro politico che avalli concretamente una reale strategia di interventi con scelte nette in almeno tre aree: a) un insieme di regole comune di diretta applicazione (*single rulebook*); b) modelli e metodologie di vigilanza tra loro coerenti ed interoperabili; collegi dei supervisori che operano come interfaccia unico di vigilanza per i gruppi *cross-border*.

Si ritiene, infine, opportuno fare un breve riferimento ad un altro aspetto, non meno importante di quelli già trattati, su cui le autorità dovranno in futuro prestare altrettanta attenzione. Nel nuovo

comunitario, con competenza su banche, assicurazioni, e mercati mobiliari. Esso sostituirà gli attuali Comitati di terzo livello e si affiancherà alle autorità di vigilanza nazionali e ai collegi di supervisori per le istituzioni *cross-border*.

28 Per maggiori approfondimenti cfr. l'intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia, F. SACCOMANNI, Verona 26 febbraio 2010.

29 Cfr. Intervento ANNA MARIA TARANTOLA, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia "Le banche estere in Italia nella prospettiva della vigilanza" Milano 20 novembre 2009.

30 Cfr. il già citato Intervento di ANDREA ENRIA "Nuove architetture e nuove regolamentazioni di vigilanza in Europa" Napoli 13 febbraio 2010.

contesto regolamentare che si andrà a realizzare bisognerà evitare il rischio che il sistema delle regole e l'azione di vigilanza vengano utilizzati per attrarre business sulle piazze finanziarie nazionali - *no competition in laxity*. Ciò che andrà assolutamente evitato, è che gli interessi commerciali delle varie piazze finanziarie possano innescare una serie di condizionamenti a catena sulle scelte dei regolatori infatuati da una regolamentazione dal "tocco leggero" (*light touch*), per preservare e/o rafforzare il vantaggio competitivo dei mercati nazionali (cattura del regolatore). Ipotesi, questa, che porterebbe inevitabilmente ad abbassare la "barra" della regolamentazione, orientandola verso una direzione diametralmente opposta a quella che, in modo inequivocabile, ci è stata indicata dalla crisi finanziaria.

La strada da percorrere è lunga ed impervia, anche a motivo dell'interesse dei singoli Paesi a non accettare intromissioni su materie rientranti nella loro sovranità nazionale. Ma non si vedono alternative: la crisi ha rafforzato il convincimento che proprio sulla qualità delle regole globali e dell'intensità dell'azione di vigilanza è necessario alzare la soglia. Rimane, ad ogni modo, nello sfondo l'avvertita esigenza di non poter relegare il fenomeno della regolamentazione entro gli angusti margini territoriali europei. I mercati finanziari e l'ampiezza delle transazioni, ormai globali, decreterebbero l'insuccesso di pratiche regolamentative territorialmente limitate.

6. Considerazioni conclusive

La riforma globale della regolamentazione rappresenta uno dei presupposti principali per accrescere la stabilità e l'efficienza dei mercati finanziari. Siamo di fronte a un periodo di profondi cambiamenti del sistema delle regole e dell'attività di vigilanza. Il nuovo scenario regolamentare, che si va definendo, vede le Autorità impegnate su diversi fronti anche per dare adeguate risposte alle disfunzioni evidenziate dalla recente crisi. Seguendo un percorso già delineato andranno fatte scelte importanti su diversi temi: a) occorre affinare il modello regolamentare in modo da garantire il giusto equilibrio tra regole e principi ed una maggiore armonizzazione delle norme; b) occorre pianificare una nuova strategia del dialogo in grado di rafforzare il confronto interattivo con l'industria dei servizi finanziari e spostare l'asse dell'attenzione su tematiche sovranazionali; c) occorre affinare l'analisi costi/benefici per ridurre il peso della regole ed allargare il "perimetro" delle regolamentazione per renderla maggiormente integrata ed uniforme.

E' auspicabile attendersi, in prospettiva, un panorama normativo profondamente diverso da quello attuale. I ritmi della regolamentazione nei confronti di una finanza senza confini e fortemente interconnessa non potranno più ubbidire a cadenze e schemi nazionalistici, ovvero a limitazioni territoriali, ma dovranno seguire indirizzi comuni e procedure attuative ispirate a principi uniformi. Si confida in un sistema finanziario più prudente, in grado di affrontare le crisi da una posizione di maggiore forza, meno costoso, sì da alleggerire il peso di costi ed oneri, che inevitabilmente finiscono per gravare sulle finanze pubbliche dei diversi Paesi oltre che sull'economia reale nel suo

complesso. Se ciò non accadesse, continueremmo ad operare nell'immanenza di arbitraggi regolamentari e di comportamenti opportunistici di grandi intermediari globali.

La sfida, sul fronte europeo, riguarderà anche la capacità di saper dare risposte concrete al funzionamento delle infrastrutture che si andranno a costituire. Gli organismi proposti presentano una certa complessità, ma potranno mettere a frutto l'esperienza di quegli Stati membri che, come l'Italia, hanno saputo affrontare meglio la crisi per selezionare regole più rigorose, prassi di vigilanza qualitativamente migliori, strumenti più efficaci e proporli come standard di livello europeo. E' un percorso obbligato, necessario per sperare di conseguire l'auspicato obiettivo di riformare a livello globale del sistema delle regole e di raggiungere una maggiore convergenza di prassi e strumenti di vigilanza .