

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore
Facoltà di
Scienze Bancarie
Finanziarie e Assicurative

M. ONADO - G. CALABRÒ - F. SACCOMANNI

“IL RUOLO DELLE AUTORITÀ NELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA”

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su:
***“Nuove prospettive per l'intermediazione finanziaria
nell'evoluzione del contesto economico”***
Castello dell'Oscano - Perugia, 24 marzo 2007

QUADERNO N. 236

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore
Facoltà di
Scienze Bancarie
Finanziarie e Assicurative

M. ONADO - G. CALABRÒ - F. SACCOMANNI

“IL RUOLO DELLE AUTORITÀ NELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA”

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su:
***“Nuove prospettive per l'intermediazione finanziaria
nell'evoluzione del contesto economico”***
Castello dell'Oscano - Perugia, 24 marzo 2007

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it
sito web: assbb.it

Prof. Marco ONADO,

Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari nell'Università
L. Bocconi di Milano

1. Premessa

In questa sessione dedicata alle “Tendenze della regolazione della finanza in tempi di globalizzazione”, mi occuperò in particolare del nesso fra la struttura della regolamentazione e la competitività dei sistemi finanziari. Il tema infatti è diventato di stretta attualità negli ultimi anni, via via che si accentua la concorrenza per la conquista delle posizioni di vertice sullo scenario finanziario internazionale e si arricchisce la letteratura teorica ed empirica al riguardo. Esaminerò nel prossimo paragrafo i nuovi termini della questione dal punto di vista empirico e teorico che hanno portato ad individuare il modello londinese come il migliore possibile; illustrerò poi le caratteristiche essenziali dello stile di vigilanza che il Regno Unito ha realizzato a partire dalla seconda metà degli anni Novanta; concluderò con alcune valutazioni sul caso italiano, utili anche ai fini del dibattito generale in corso.

2. Regolamentazione e concorrenza fra sistemi finanziari

Per lungo tempo, la tesi prevalente nella letteratura di *law and economics* era che i sistemi anglosassoni di *common law* garantissero una miglior tutela dei diritti degli azionisti e in particolare di quelli di minoranza rispetto ai paesi di *civil law* e ciò bastasse a spiegare sia la caratteristica di sistemi *market-oriented* anziché *bank-oriented* di quei paesi, sia la loro superiorità rispetto ai mercati finanziari delle altre aree.

Queste certezze (supportate peraltro da una ricerca empirica tanto vasta, quanto molto approssimativa nelle ipotesi di fondo necessarie per ridurre le complessità dei sistemi giuridici a variabili stimabili econometricamente) hanno cominciato a vacillare da quando gli Stati Uniti si sono accorti che la loro piazza finanziaria stava inesorabilmente perdendo posizioni nella scena internazionale. La costernazione si è diffusa nel paese come ai tempi della prima sconfitta in una finale olimpica di basket. La reazione, anche sul piano analitico, è stata immediata e ha prodotto ben due ponderosi rapporti, che vale la pena di ricordare brevemente.

Il primo rapporto¹ mette in evidenza innanzitutto i termini essenziali della questione:

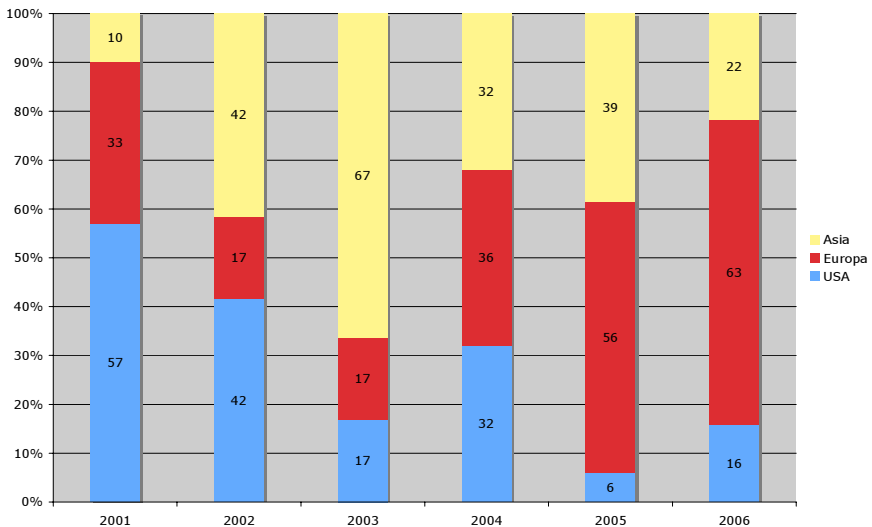
- per anni gli Stati Uniti hanno ritenuto di avere il mercato di borsa più grande, più liquido, più efficiente al mondo. Il sistema legale e quello di regolamentazione che favoriscono trasparenza, completezza dell'informazione e responsabilità di manager e amministratori sono sempre stati considerati una componente essenziale di questa posizione di superiorità;
- ciò ha consentito alle imprese americane di raccogliere capitale di rischio a condizioni migliori (con costo del capitale più basso di almeno un punto percentuale secondo la ricerca più accreditata);
- ciò ha avuto effetti positivi anche dal punto di vista macroeconomico perché, sempre secondo la ricerca prevalente, vi è un nesso stretto fra dimensione ed efficienza del mercato di borsa e intensità dell'innovazione e della crescita;
- sempre per gli stessi motivi, i mercati americani hanno saputo attrarre l'ammissione al listino e la quotazione di numerose imprese straniere;

¹ *Committee on Capital Markets Regulation*, (Interim Report Hubbard-Thornton Report), New York, November 30, 2006.

- l'importanza della competitività del sistema finanziario è dimostrata anche dalle cifre macroeconomiche: il settore dei servizi finanziari rappresenta il 5 per cento dell'occupazione e l'8 per cento del valore aggiunto (valori ancora più alti ovviamente per Stati come New York, dove 1 dollaro su 5 di salari viene dalla finanza). Il 40 per cento dei posti di lavoro creati dalle nuove imprese riguarda iniziative sostenute da operatori di venture capital, che trovano in un mercato di borsa efficiente la condizione essenziale del loro operare.

In questa solida costruzione si cominciano però ad aprire crepe preoccupanti: la prima riguarda lo spostamento delle quotazioni verso altre piazze, messo in evidenza dal secondo rapporto² e come dimostra la Figura 1

Figura 1. Quota delle IPO (Initial Public Offerings) delle principali aree.



² *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership* (Bloomberg-Schuler Report), New York, November 2006.

Come si nota, una volta esaurita la grande fase di crescita (anche speculativa) dei mercati finanziari che ha caratterizzato gli anni Novanta, gli Stati Uniti hanno perso la maggioranza relativa nelle nuove quotazioni a scapito delle piazze asiatiche e soprattutto di quelle europee. Il fenomeno appare troppo persistente nel tempo per essere casuale; soprattutto è significativa la posizione del Vecchio Continente, che pure ha avuto complessivamente tassi di crescita economica inferiori nel periodo.

Il declino della piazza finanziaria americana è testimoniato, sempre secondo i due rapporti citati, da altri importanti indicatori: il mercato degli strumenti derivati si sta spostando verso l'Europa, gli hedge funds scelgono sempre più Londra come sede principale e via elencando. Ma è il successo dell'Alternative Investment Market londinese che attira in particolare l'attenzione dei due rapporti, molto chiari nel mettere in evidenza il sorpasso operato nei confronti del Nasdaq, il mito della crescita azionaria trascinata dai titoli tecnologici.³ Il vantaggio comparato del nuovo mercato londinese viene individuato soprattutto nella regolamentazione.⁴

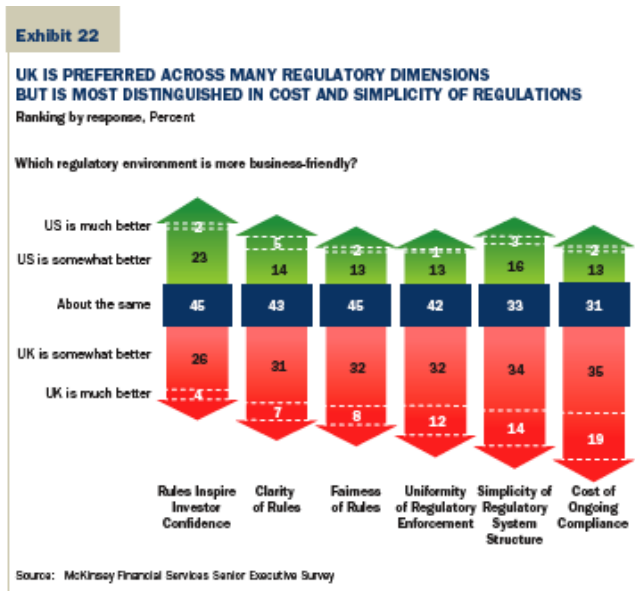
I due rapporti individuano nel sistema di regolamentazione il motivo fondamentale della perdita di competitività della piazza

³ In particolare, Bloomberg-Schuler Report, pag. 50: "London's Alternative Investment Market, commonly known as AIM, has become the dominant small-cap listing venue in Europe and, the eyes of some commentators, a viable alternative for US issuers. Since 2001, 870 companies have listed on AIM, compared with 526 on NASDAQ. The trend has recently accelerated: since the beginning of 2005, AIM has added more than twice as many companies (484) as its US counterpart (224). In the past, NASDAQ listings raised more capital, but that is no longer true. In 2004 NASDAQ raised more than four times as much capital as AIM (\$16.5 billion versus \$4.0 billion), but during the first ten months of 2006, the volume of new issuances on the two exchanges was very similar: \$10.4 billion on AIM versus \$11.9 billion on NASDAQ".

⁴ "AIM's success stems from the development of listing and reporting rules that make it as easy and economical as possible for small companies to tap the public equity markets. For instance, AIM has no minimum listing criteria; it does not require the filing of an LSE- or FSA-vetted prospectus; there is no need to convert financial reports if existing ones already comply with one of the world's major accounting regimes; companies need file only half-yearly accounts; and the initial and ongoing listing fees are minimal (£4,340, regardless of the size of the company)" (ibidem).

finanziaria americana. La sintesi viene da un sondaggio di opinione in cui esperti del settore, richiesti di fornire una valutazione comparata fra la regolamentazione americana e quella britannica quanto alla loro capacità di essere “amiche del mercato”, hanno fornito risposte che sono sintetizzate dalla Figura 2.⁵

Figura 2. Risultati del sondaggio di opinione sulla caratteristica di “amica del mercato” della regolamentazione americana e britannica.



Come si nota, mentre la domanda sulla capacità di ispirare la fiducia degli investitori si chiude con un sostanziale pareggio, la posizione di Londra migliora via che si passa dalla qualità delle regole alla qualità della regolamentazione. Se la prima questione (capacità delle regole di ispirare fiducia) si chiude con un sostanziale pareggio, sul tema della chiarezza delle norme, Londra batte New York 38 a 20 (saldo +18), fino a giungere a sconfitte brucianti per l’America su questioni come la semplicità della struttura di regolamentazione e il costo della compliance (saldo per Londra +29 e +40 rispettivamente).

⁵ Rapporto Bloomberg-Schuler, pag. 68.

Nell'attuale dibattito, gli Stati Uniti sembrano aver individuato le cause del declino in quattro aspetti fondamentali della regolamentazione: la complessità dell'architettura complessiva; l'eccessiva prescrittività delle norme; i costi della disciplina introdotta dopo gli scandali finanziari (in particolare il famoso Sarbanes-Oxley Act del 2002); gli eccessivi costi in termini di sanzioni e risarcimenti collegati a giudizi civili, soprattutto collettivi.⁶

Ciascuno di questi aspetti propone interessanti punti di riflessione per il dibattito in corso nel nostro Paese. Prima però è importante mettere in evidenza alcuni aspetti essenziali della regolamentazione britannica.

3. La regolamentazione finanziaria nel Regno Unito

Il quadro regolatorio è cambiato in modo sostanziale con la creazione della Financial Services Authority, che ha assunto le competenze dell'autorità precedente, delle organizzazioni di autoregolamentazione e quelle di vigilanza sulle banche prima riservate alla Bank of England. Il Regno Unito è divenuto così il modello per eccellenza di "regolatore unico", adottato poi da altri paesi europei, tra cui la Germania.

Ma l'architettura adottata (che fra l'altro risentiva del problema particolare della perdita di reputazione della Bank of

⁶ Vale la pena ricordare quanto si osserva a questo proposito nel Hubbard (et al) Report, pag. 71: "The United States has the toughest administrative enforcement of securities laws in the world. In 2004, civil penalties amounted to \$4.74 billion. This compares with penalties in the United Kingdom for all financial sectors of \$40.48 million in the same year. On top of administrative penalties, private class actions in the United States in 2004 resulted in an additional \$3.5 billion in liability. Securities class actions do not exist in the United Kingdom, or in the markets of our major competitors. Indeed, Director and Officer (D&O) insurance costs are six times higher in the United States than in Europe. Foreign companies commonly cite the U.S. enforcement system as the most important reason why they do not want to list in the U.S. market".

England dopo il fallimento di BCCI) rappresenta solo una parte della riforma, anche se la più appariscente. Merita di essere ricordato che la legge istitutiva ha delineato con chiarezza gli obiettivi che la nuova autorità deve perseguire e i vincoli che deve rispettare.

Le finalità sono:

- mantenere la fiducia nel sistema finanziario britannico;
- promuovere la conoscenza del sistema finanziario da parte del pubblico;
- assicurare il giusto grado di protezione del consumatore;
- contribuire a ridurre la criminalità finanziaria.

Nel perseguire i suoi obiettivi, la FSA deve rispettare i cosiddetti principi della buona regolamentazione e in particolare:

Efficienza ed economicità. La FSA è impegnata ad utilizzare le disponibilità di cui è dotata nel modo più economico ed efficiente possibile. Il Non-executive Committee del Consiglio di Amministrazione (in pratica, i consiglieri indipendenti) ha l'obbligo, fra l'altro, di vigilare sull'uso delle risorse e di presentare ogni anno un rapporto al Tesoro. Quest'ultimo può commissionare analisi esterne sull'economicità dell'attività della FSA.

Ruolo del management degli intermediari. La FSA deve tener conto dei compiti del management dei soggetti vigilati, cui compete la responsabilità finale della gestione e in particolare del rispetto della normativa. Questo principio vuole evitare disposizioni eccessivamente invasive della sfera organizzativa aziendale e richiede alla FSA di considerare sempre i manager come responsabili della gestione del rischio aziendale e dei relativi controlli. Per converso, gli intermediari devono comunicare chiaramente chi all'interno dell'azienda esercita questa responsabilità ed assicurare che le operazioni aziendali siano adeguatamente monitorate e controllate.

Proporzionalità. I limiti che la normativa pone agli intermediari devono essere proporzionali ai benefici che si intendono raggiungere. A questo fine, la FSA deve tener conto dei costi per gli intermediari e per i risparmiatori. Lo strumento utilizzato è l'analisi costi-benefici per ogni modifica regolamentare proposta, che porta ad obblighi assai diversi rispettivamente per l'attività all'ingrosso e quella al dettaglio.

Innovazione. La FSA deve tener conto dell'opportunità di facilitare l'innovazione finanziaria. Ciò richiede, ad esempio, di lasciare adeguato spazio nella scelta delle soluzioni di compliance, per non limitare in modo indebito la capacità degli operatori di lanciare nuovi prodotti e nuovi servizi.

Dimensione internazionale dell'attività finanziaria. Sotto questo profilo, la FSA deve tener conto della natura essenzialmente internazionale dei mercati finanziari e dei relativi servizi e della opportunità di mantenere la posizione competitiva del Regno Unito.

Concorrenza. Sotto questo profilo, la FSA deve operare in modo da minimizzare gli effetti indesiderati sulla concorrenza che possono derivare dall'attività regolatoria e in modo da favorire la concorrenza fra i soggetti vigilati.

Sono questi obiettivi e questi vincoli che hanno determinato il *modus operandi* della Financial Services Authority e che l'hanno in qualche modo orientata ad adottare quell'approccio di volta in volta definito "regolamentazione basata su principi" (contrapposta a quella pesantemente prescrittiva); regolamentazione dal "tocco leggero" (light touch); regolamentazione "amica del mercato".

In realtà, come ha spiegato il presidente della FSA in un recente intervento,⁷ il fatto di essere un'autorità orientata ai

⁷ Callum McCarthy, *Financial Regulation: Myth and Reality*, 13 February 2007.

principi piuttosto che alle regole non impedisce che i regolamenti complessivi costituiscano un leggiadro volumetto di 8500 pagine. Né il “tocco leggero” ha impedito l’applicazione di sanzioni severe, fra cui una – di un caso clamoroso – in cui tutte le autorità europee hanno aperto inchieste penetranti, ma solo la FSA è giunta al provvedimento nei confronti dell’intermediario.

La FSA ha spesso messo in evidenza che l’attuazione di una vigilanza per principi passa in primo luogo per una stretta collaborazione con le forze di mercato e che a questo proposito un passo essenziale è l’emanazione di codici di comportamento di categoria e il relativo enforcement. Questo importante punto è stato ripreso anche da un altro rapporto statunitense sul tema⁸ che ha affermato a questo proposito: “For regulators, working cooperatively with the industry to anticipate, preempt and resolve emerging issues offers greater efficiency and flexibility than does the issuance of detailed regulations. Voluntary industry codes can facilitate market-based solutions that relieve pressure on supervisory resources. Such codes, generally based on disclosure and incorporating “comply or explain” provisions, may be officially recognized and can bridge the gap between principles and the common desire for interpretative safe harbors. This helps avoid the slide into rigid rules that may result from requests for official guidance about principles. Beyond voluntary codes, formal self-regulatory organizations may be the right response on certain issues”.

Si deve dedurre che la ricetta del successo della FSA non è così facile da copiare e, come hanno più volte affermato i suoi vertici, consiste in un difficile equilibrio fra principi e regole, anche perché queste ultime non sono amate solo dai burocrati delle autorità di regolamentazione, ma anche dagli

⁸ Institute of International Finance, *Proposal for a Strategic Dialogue on Effective Regulation*, Washington, December 2006.

stessi soggetti vigilati (e dai loro legali) sempre inclini a cercare *safe harbours* nel rispetto pedissequo della norma.⁹

E' interessante mettere in evidenza che la FSA ha rafforzato questo atteggiamento in occasione del recepimento di recenti direttive europee molto prescrittive (anche per effetto della cosiddetta "procedura Lamfalussy") come la "Market Abuse" e la "Mifid".¹⁰

Un altro aspetto che merita di essere ricordato è che, sempre per effetto dei vincoli sopra ricordati, la FSA ha introdotto il cosiddetto *risk based approach* nella vigilanza sugli intermediari. L'intensità dei controlli è cioè proporzionale al grado di rischio che ciascun intermediario comporta per gli investitori e per il sistema nel suo complesso.. Ad esempio, solo l'1 per cento dei soggetti regolati è soggetti ad un regime "stretto e continuativo" di vigilanza, mentre la stragrande maggioranza dei 29000 soggetti vigilati è soggetta ad un regime di analisi puramente statistica. Ciò significa concentrare l'attenzione e le risorse sui problemi veri e ridurre significativamente i costi per l'autorità stessa e per i soggetti vigilati

⁹ Come afferma Callum McCarthy (ibidem): "The reality is – and will always be – that the FSA has and will always have a mixture of general principles and particular rules. We are committed to striking a new balance between the two, with greater reliance on general principles, and less reliance on specific rules. This is not easy to do. There is a constant flow of new EU rules (some, but not all, substitutes for existing UK rules); firms and trade associations, even when they are committed in principle to principles rather than rules (and not all are), in practice often show a stubborn attachment to particular rules which the FSA seeks to abolish; and within firms, we often find that the increased reliance on principles which the FSA seeks is supported by chairmen and CEOs, but opposed by compliance officers and lawyers who prefer the certainty of rules".

¹⁰ Ad esempio nel documento ufficiale sul recepimento della direttiva, la FSA ha indicato le seguenti linee-guida: "To intelligently copy out the relevant MiFID requirements; to remove existing provisions that were, as a consequence, inconsistent, considered redundant or unnecessarily prescriptive – reflecting our move towards more principles-based regulation. To be sparing in the use of guidance. To retain or add other requirements beyond the MiFID minimum only where necessary for delivery of our statutory market confidence and consumer protection objectives, where justified in their own right, and where permissible under the terms of the Directive – including, where relevant, Article 4 of the Level 2 Implementing Directive".

Sono fondamentalmente questi aspetti, secondo i rapporti citati, a spiegare perché il risultato finale in termini di costo della regolamentazione è a netto sfavore degli Stati Uniti.¹¹

4. Considerazioni per il caso italiano

Tre aspetti importanti devono essere messi in evidenza a partire dal dibattito sulla regolamentazione sollevato dai due rapporti americani citati. Il primo riguarda l'architettura complessiva della regolamentazione; il secondo riguarda l'equilibrio fra regolamentazione "per principi" e "regolamentazione per regole dettagliate"; il terzo riguarda il costo della regolamentazione.

Per quanto riguarda il primo aspetto, l'Italia è sempre stata considerata fra i paesi che adottano un modello di vigilanza cosiddetto "per finalità", contrapposto al modello di regolatore unico della FSA. In realtà, la struttura realmente adottata in Italia è stata di fatto una soluzione ibrida in cui si intersecavano elementi di vigilanza per soggetti (tipicamente assicurazioni e fondi pensione); elementi di distinzione per finalità fra Consob e Banca d'Italia; elementi di anomalia come l'attribuzione alla Banca d'Italia delle competenze in materia di concorrenza. Quest'ultimo elemento di anomalia è stato sanato solo con la legge 262 di fine 2005, mentre le anomalie relative a fondi pensione e assicurazioni sono ancora in

¹¹ Il primo rapporto afferma fin dall'executive summary che "The cost of compliance has also risen dramatically over the last several years. Securities firms reported on average almost one regulatory inquiry per trading day, and large firms experienced more than three times that level. The cost of compliance estimated an Securities Industry Association report had reached \$25 billion in the securities industry alone 2005 (up from \$13 billion 2002). This increase is equivalent to almost 5 percent of the industry's annual net revenues. Although there are benefits from an compliance-related expenditures, the report found that 'a substantial portion of these increased costs were avoidable, reflecting, among other things: duplication of examinations, regulations and supervisory actions; inconsistencies/lack of harmonization in rules and regulations; ambiguity; and delays obtaining clear guidance'."

vigore (sia pure con qualche correzione apportata proprio dalla legge appena citata). Per quanto riguarda il riordino delle Autorità del settore finanziario, si supererà l'attuale modello solo se verrà approvato il disegno di legge (n. 1366) di iniziativa del Governo sul riordino delle autorità.

Secondo il nuovo disegno, la Banca d'Italia diventa il soggetto regolatore e vigilante unico in materia di trasparenza e di informazione al mercato (quindi anche sull'offerta dei prodotti assicurativi e pensionistici). L'Isvap, la Covip (a partire dal 1° luglio 2008) e l'UIC (Ufficio Italiano Cambi) sono soppressi e le competenze attuali sono ripartite tra Banca d'Italia e Consob (ciò si giustifica anche in ragione degli assetti proprietari delle assicurazioni e della componente finanziaria dei nuovi prodotti assicurativi). Contemporaneamente, sarà soppresso il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR), sostituito, in linea con l'esperienza di altri ordinamenti europei, dalla costituzione presso il Ministero dell'economia e delle finanze del Comitato per la stabilità finanziaria, anche al fine di consentire l'esercizio dell'alta vigilanza sul sistema finanziario

Solo se e quando questo disegno di legge sarà approvato, potremo dire di aver realizzato un quadro coerente con le indicazioni che ci vengono dal dibattito americano. Si badi, fra l'altro, che la riduzione del numero delle autorità di controllo è una tendenza comune a tutti i paesi europei: non può dunque essere considerata in linea con questa tendenza una riforma che conferma ben cinque autorità e che anzi aumenta le sovrapposizioni.

A questo proposito è bene mettere in evidenza che gli autori statunitensi che indicano come modello la FSA, non indicano nella sua caratteristica di regolatore unico la causa fondamentale del successo. Mettono certo in evidenza la differenza con gli Stati Uniti, ancora caratterizzati da una regolamentazione frastagliata, con aree di sovrapposizione (per sog-

getti e per giurisdizione territoriale) ancora più confusi di quelli italiani o di quelli europei. La struttura di regolamentazione per finalità, anche se non rappresenta la regola nel panorama attuale, è considerata nel dibattito corrente razionale ed efficace. Il fatto di affidare la vigilanza di stabilità sugli intermediari alla stessa istituzione competente del credito di ultima istanza e quindi della politica monetaria (cioè alla banca centrale) ha sicuramente un solido riscontro teorico. Considerato poi che le strutture di regolamentazione sono disegnate non solo e non tanto dai principi teorici, quanto dalla storia delle istituzioni (che determina fundamentalmente la *path dependence* rispetto al cambiamento), si può dire che in Italia una divisione per finalità distribuita fra Banca d'Italia, Consob e Antitrust appare la migliore possibile.

La seconda conclusione riguarda la relazione fra “regolamentazione per principi” e “regolamentazione per norme dettagliate”. Nonostante i numerosi omaggi verbali tributati nel nostro paese al primo approccio, possiamo dire che finora ha prevalso il secondo, anche – va riconosciuto – per una malcelata preferenza dei soggetti vigilati.

Come abbiamo visto, l'aspetto interessante dell'esperienza della FSA è la sua capacità di responsabilizzare il management degli intermediari nel raggiungimento dei risultati sostanziali anziché concentrarli sul rispetto di precetti formali. E ancora è interessante ricordare che questo approccio è stato rafforzato proprio a seguito degli scandali finanziari, che nel Regno Unito hanno riguardato essenzialmente la vendita di prodotti previdenziali (e che sono stati pudicamente battezzati come *mis-selling*, quando in tanti casi si trattava di frodi vere e proprie che infatti hanno generato risarcimenti miliardari).

In altre parole, l'esperienza inglese ci dice che una regolamentazione “amica del mercato” non cala dall'alto, ma viene realizzata dalle autorità in stretta collaborazione con il management delle istituzioni e dipende dalla capacità di que-

st'ultimo di assumersi la responsabilità sostanziale di assicurare equità nel rapporto con la clientela. Da questo punto di vista, il percorso da compiere appare ancora lungo e richiede uno sforzo congiunto di tutti i soggetti coinvolti. Sempre come insegna l'esperienza inglese, un passo obbligato è il rafforzamento dei codici di categoria e del relativo enforcement.

Per quanto riguarda infine la terza conclusione, cioè il costo della regolamentazione, possiamo limitarci a poche parole, ma non è un buon segno. La cultura della regolamentazione in Italia (ma potremmo dire anche nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale), l'idea di sottoporre le norme finanziarie ad un'analisi costi-benefici non ha mai trovato cittadinanza. Il problema nella normativa italiana è trattato solo incidentalmente a proposito della collaborazione fra Banca d'Italia e Consob nell'applicazione del Testo Unico della Finanza. Occorre quindi rapidamente recuperare il terreno perduto e affermare chiaramente questo principio. Il disegno di legge di iniziativa governativo sulle autorità è dunque un'occasione importante, che sarebbe gravissimo sprecare. Ma il caso degli Stati Uniti ci offre un monito in più: affermare il principio non basta a realizzarlo. Le analisi della Sec (Securities and Exchange Commission) su costi e benefici di ciascun provvedimento sono considerate astratte e prive di utilità pratica: infatti, non hanno impedito la lievitazione dei costi di *compliance* nei termini indicati dal rapporto citato. Anche questo dunque è un elemento importante di riflessione per i rapporti futuri fra autorità di controllo ed intermediari. Ma mentre per il primo le responsabilità principali riguardano il mondo della politica, per gli altri due le responsabilità principali riguardano gli intermediari; il secondo tema coinvolgerà un dibattito a livello nazionale ed europeo, soprattutto attraverso il Committee of European Securities Regulators, ma il terzo riguarda fundamentalmente autorità italiane e intermediari italiani. E' su questo fronte puramente interno che si gioca una fetta fondamentale della competitività futura del nostro sistema finanziario.

Dott. Giovanni CALABRÒ,

Direttore del Settore Credito dell’Autorità Garante della Concorrenza del Mercato

1. Premessa

Credo che le diverse Istituzioni coinvolte nel “vasto” settore della finanza debbano affrontare una “fase di svolta” che è anche una sfida, la stessa di fronte alla quale si trova il sistema economico nazionale: si tratta della riconquista di una nuova e motivata fiducia sulla forza propulsiva della concorrenza e, a tal fine, del coordinamento tra la “sua” tutela e la “sua” promozione attraverso la regolazione.

La convinzione che un assetto dei mercati liberalizzato e aperto alla competizione potesse costituire la forza trainante per lo sviluppo economico del nostro Paese è la motivazione che ha condotto alla legge istitutiva dell’Autorità garante a tutela della concorrenza. Ma tale convinzione dipendeva dal particolare periodo storico e da una fase congiunturale caratterizzata da una crescita economica sostenuta e da una capacità aggressiva delle nostre imprese nazionali, resa possibile, tra l’altro, dalle politiche di svalutazione. Si era quindi in un contesto totalmente favorevole a rendere fiduciosi consumatori e imprese dinnanzi alla sfida del mercato unico, dei processi di liberalizzazione e di privatizzazione. Addirittura molti sostenevano che la regolazione aveva finito il suo percorso e il suo ruolo. Al contrario il ruolo della regolazione è a tutt’oggi fondamentale.

Tale contesto è profondamente mutato nel corso degli anni, da un lato con la fase di rallentamento della crescita economica che si è verificata, dall’altro con il corretto rigore monetario dovuto all’adozione dell’euro che ha reso sempre più necessaria una “ri-specializzazione” sia della nostra indu-

stria, sia del settore finanziario storicamente molto “chiuso” ai propri confini nazionali e ancorato ad un capitalismo banca/impresa non stimolato da un vero mercato borsistico aperto.

Così come la nostra economia deve essere sempre più incentivata a percorrere la fase di risalita del ciclo economico, anche le Istituzioni devono affrontare la nuova fase di sfida competitiva, superando i dubbi circa la reale possibilità di usare tanto la “promozione” quanto la “tutela” della concorrenza come strumenti di sviluppo. E in questo insieme di strumenti la regolazione riveste ancora un ruolo centrale.

Il percorso è sostanzialmente parallelo: il sistema economico e politico devono riconquistare la fiducia della domanda (sia questa espressa dal consumatore finale che dagli investitori - nazionali ed esteri), ossia devono dare la garanzia di poter contare su una fonte di reddito non erosa da strategie di prezzi tendenzialmente al rialzo e di non essere penalizzati dalla esistenza di ambiti di mercato protetti. Ciò non può che avvenire assicurando il corretto operare della concorrenza.

A sua volta, le Istituzioni devono garantire al mondo imprenditoriale l’applicazione di un insieme di regole chiare, non esclusivamente finalizzate alla repressione di condotte collusive o abusive osservate ex-post, bensì alla ricerca, ex-ante, di un comune percorso di crescita per affrontare le sfide di un mercato realmente aperto. Questo implica la individuazione di una condivisa linea di azione su come modificare gli assetti strutturali di mercato che ancora oggi limitano od ostacolano la sana competizione e ciò attraverso un confronto costante tra Regolatori, Autorità antitrust e mondo imprenditoriale (quest’ultimo con l’autoregolamentazione).

Non è quindi sufficiente constatare l’esistenza di prezzi “fuori mercato” in molti settori fondamentali; così come è

insufficiente limitarsi a intervenire sulle condotte ormai poste in essere. E' indispensabile rimuovere le cause - normalmente localizzate "a monte", ossia nella struttura del mercato - che rendono possibili comportamenti non competitivi, che assicurano protezioni delle rendite di posizione acquisite, che permettono politiche di prezzo non aggressive e che distorcono gli incentivi ad investire su aree sottratte alla concorrenza piuttosto che in nuovi servizi e nuovi prodotti.

2. Gli obiettivi da perseguire tra promozione e tutela della concorrenza

E' nell'ottica descritta che ritengo non rinviabile un coordinamento sempre più stretto dell'attività di regolazione, finalizzata alla promozione della concorrenza, con l'attività di intervento antitrust, finalizzata prevalentemente, ma non solo, alla sua tutela.

Le due attività – promozione e tutela della concorrenza – sono sempre più sovrapposte e la linea di confine difficilmente tracciabile.

Il corretto operare di tali interventi credo richieda:

- 1) un coordinamento sempre maggiore tra Istituzioni, soprattutto tra Regolatore (o meglio, Regolatori) e Autorità antitrust, al fine di condividere quanto meno l'analisi dei problemi da affrontare e gli strumenti da adottare. Con riferimento al settore finanziario, il tema appare strettamente attuale e, come noto, oggetto di particolare attenzione del legislatore nella legge sul risparmio e successive modifiche. La materia appare peraltro molto fluida e in itinere: basti pensare al disegno di legge sulle Authority che delinea nuovi equilibri;
- 2) una sempre più incisiva semplificazione della regolazione, il che non significa una riduzione del ruolo del

Regolatore, bensì una sua presenza mirata con strumenti semplificati in una prospettiva orientata alla “*better regulation*”. La qualità della regolazione - più che la quantità - assume un ruolo sempre più determinante ed è posta sempre più al centro di importanti studi. Sempre maggiore attenzione, sia in sede nazionale che comunitaria e internazionale, è prestata alla qualità della regolazione come interesse pubblico autonomo, in termini di chiarezza e consapevolezza sull’impatto su cittadini e imprese¹;

- 3) un ruolo regolatorio sempre più “terzo”, ossia svolto dalle Autorità di settore e non da interventi di natura politica; quest’ultima dovrebbe svolgere il ruolo essenziale di “dettare i principi” – si pensi alle fasi di recepimento delle direttive comunitarie di liberalizzazione – ma non di regolarne anche in modo invasivo l’attuazione. Una regolazione più dettagliata può essere svolta dalle autorità di settore, spesso riconducibili alle c.d. autorità indipendenti. In una prospettiva ben nota, giova evidenziare che la regolazione emanata da questa tipologia di istituzioni poggia su un costante e proficuo contraddittorio con i destinatari della stessa regolazione, che, ovviamente, non deve mai sfociare nella “cattura” da parte dei regolati²;
- 4) una funzione di “autoregolazione” del settore (ciò è particolarmente vero per il settore finanziario) efficiente e sempre meno “viziata” da condotte che

¹ Su questi temi si veda, da ultimo la relazione di L. Carbone, “*Simplification of legislation: what efficiency?*”, relazione al convegno organizzato dall’ABI “*Better regulation and law-making*”, Roma 14 marzo 2007.

² Cfr. M. Clarich, “*Garanzia del contraddittorio nel procedimento*”, relazione al Convegno su “*Le Autorità amministrative indipendenti*”, in memoria di Vincenzo Caianiello, Roma, Palazzo Spada, 9 maggio 2003: “*La partecipazione degli interessati, sottoforma di consultazione preventiva di tutti i soggetti interessati avente per oggetto gli schemi degli atti normativi da adottare, mira a fornire all’Autorità decidente elementi conoscitivi e di valutazioni necessari per colmare in parte le asimmetrie informative tra l’apparato pubblico che esercita il potere normativo e destinatari della disciplina*”.

rischiano, anche solo in modo potenziale, di produrre effetti di coordinamento attraverso le associazioni di categoria.

L'esperienza che posso portare, da ultimo nella mia attività nella Direzione Credito dell'Autorità antitrust, dimostra la essenzialità di questi obiettivi.

Qui di seguito infatti vengono indicati alcuni settori di interesse sui quali potrebbe essere importante e significativo un intervento di natura regolatoria, di volta in volta con lo strumento e con il "livello" di regolazione che appare più appropriato (legislatore, autorità di settore, autoregolamentazione) o, più spesso, con una sapiente alchimia di tutti gli strumenti disponibili.

Giova evidenziare che le aree di interesse di seguito evidenziate sono aree in cui l'Autorità, nello svolgimento dei propri compiti istituzionali, è già intervenuta, a volte anche con l'adozione di misure che hanno un effetto "regolatorio" sul mercato, sebbene limitato al caso di specie e non con un effetto generalizzato sul mercato; richiamando quanto già sopra affermato sull'importanza del coordinamento, sarebbe importante che sia assicurata una coerenza complessiva – o almeno non una stridente contraddizione - tra gli interventi regolatori tradizionali e l'uso di alcuni interventi ad hoc da parte dell'Autorità. E' di lunga data infatti il dibattito sulla portata regolatoria di alcuni poteri dell'Autorità, soprattutto con riferimento a quei settori economici caratterizzati da pochi operatori e in via di transizione - o già transitati - da un regime di monopolio ad un regime di libera concorrenza. Si pensi, nelle istruttorie di intese e abusi, alle misure imposte tramite diffida, e nelle concentrazioni, alle misure correttive che spesso, ma non sempre, riflettono impegni presentati dalle stesse parti; questa varietà di strumenti si è recentemente arricchita: è infatti opportuno ad esempio citare i poteri cautelari e "gli impegni" nelle istruttorie di intese e abusi.

2.1 Coordinamento tra promozione e tutela della concorrenza: il ruolo della regolazione, dell'Antitrust, del Legislatore e dell'autoregolamentazione

a) l'attività tradizionale bancaria: lo ius variandi e i costi di mobilità

Il primo esempio a fondamento di quanto ho sintetizzato riguarda l'attività bancaria tradizionale. L'Autorità antitrust, nel suo ruolo di analisi settoriale via indagini conoscitive e segnalazioni, ha incominciato a “fotografare” le problematiche del settore sia nell'Indagine conoscitiva sui conti correnti bancari sia nella segnalazione sullo *ius variandi*, in entrambi i casi “richiedendo” tanto un nuovo intervento regolatorio quanto una autoregolazione realmente ispirata al libero mercato.

Infatti, l'indagine conoscitiva di recente conclusa dall'Autorità ha evidenziato che il mercato della raccolta, avente per oggetto il conto corrente, è lo strumento di traino di una vasta gamma di altri servizi bancari/finanziari i quali sono risultati sempre più complessi e “leganti” rispetto al mero conto corrente bancario. Ne consegue la centralità sia di una corretta regolazione che di una nuova autoregolazione perché non ci si può “nascondere” dietro il ruolo che la domanda (i clienti finali) può svolgere: non sembra corretto affermare che sia sufficiente informare il correntista per innescare concorrenza nel mercato. Deve essere condiviso un nuovo e diverso approccio, ossia che la domanda merita maggiore attenzione e che non ci si può aspettare un processo razionale di selezione del prodotto sino a quando lo stesso processo di scelta non viene semplificato e reso concretamente attuabile, tra l'altro con tempi e con costi sostenibili.

Un simile approccio fa emergere, però, un ulteriore problema di fondo: la responsabilità delle banche, ma anche delle varie istituzioni coinvolte, nell'agevolare il correntista ad acquisire “consapevolezza” in merito a ciò che sceglie, a come

formula la selezione del servizio e alle modalità seguite per comparare ed eventualmente modificare la scelta effettuata.

Proprio nella direzione ora suggerita l’Autorità è intervenuta sollecitando, da un lato una nuova regolazione dello *ius variandi*, dall’altro un ruolo di autoregolazione del settore più aperta al vero confronto concorrenziale.

Con la segnalazione sullo *ius variandi* e, prima ancora, nell’ambito di un’istruttoria avente ad oggetto gli standard contrattuali predisposti dall’ABI³, l’Autorità ha sottolineato l’inadeguatezza della normativa esistente rispetto all’obiettivo di agevolare il processo di scelta del consumatore.

La dialettica tra Autorità e regolazione ha - nel tema dello *ius variandi* – una vicenda che porta a evidenziare come siano labili alcuni confini e intensa la dialettica che si può instaurare tra tutela della concorrenza e regolazione.

Infatti, come è noto, la segnalazione dell’Autorità è stata uno degli elementi fondanti che hanno spinto il legislatore ad intervenire con una nuova regolazione della materia. Da qui l’art. 10 del c.d. decreto Bersani, convertito con la legge n. 248/2006 che disciplina nuovamente lo *ius variandi* in termini – su questo il giudizio è condiviso - senz’altro più efficaci da un punto di vista dei processi di scelta dei consumatori. Il citato art.10 prevede modifiche essenzialmente consistenti nella limitazione delle variazioni unilaterali ai casi di un giustificato motivo, nel superamento dello strumento della comunicazione impersonale tramite G.U. e nel prolungamento del periodo minimo per l’esercizio del diritto di recesso.

Il decreto Bersani ha però fatto molto di più: ha azzerato alcune voci economiche tipicamente usate nel settore. Questo aspetto ha suscitato molte critiche ed è opportuno soffermar-

³ Segnalazione AS338/2006.

visi. Senz'altro le misure adottate a livello normativo sono particolarmente invasive e riguardano aspetti che dovrebbero, invece, essere lasciati alle libere dinamiche del mercato. La loro portata positiva può essere apprezzata solo se ne riconosce l'eccezionalità in un contesto in cui il problema dei costi di mobilità della clientela è particolarmente sentito.

All'intervento legislativo ha fatto seguito un intervento di autoregolazione. Nei primi giorni di agosto del 2006, infatti, l'ABI ha emanato una circolare interpretativa del decreto Bersani. Questa circolare è oggetto di un procedimento dell'Autorità tutt'ora in corso: la dialettica tra le varie forme di regolazione è, quindi, sfociata in patologia⁴. Senza entrare nel merito del procedimento, si ritiene utile cogliere questo spunto di riflessione sul ruolo dell'ABI nel settore bancario.

L'ABI può e anzi deve svolgere un ruolo di primo piano nel settore. Tuttavia, in una prospettiva antitrust, deve anche sapere fare un passo indietro e ridefinire il proprio ruolo su basi diverse rispetto al passato. L'ABI infatti dovrebbe astenersi dallo svolgere un ruolo di attore sul mercato evitando di influenzare le strategie commerciali delle banche, sia nell'attività bancaria che in tutti i servizi offerti in una banca (si pensi alle carte di pagamento). Spesso il confine può essere incerto e la citata circolare "interpretativa" né è la dimostrazione, ma uno sforzo di chiara definizione dei ruoli si ritiene sia essenziale. La dialettica in corso tra l'Autorità e l'ABI può essere senz'altro molto proficua.

Soprattutto tenuto presente che, oltre allo *ius variandi*, sussistono molti altri limiti alla mobilità del correntista, la

⁴ "A prescindere dalla natura vincolante o meno della Circolare ABI, quest'ultima è comunque idonea ad influenzare il comportamento dei singoli operatori, costituendo un comune punto di riferimento che - uniformando aspetti delle strategie commerciali - può ridurre il livello di incertezza circa il comportamento dei concorrenti sul mercato" provv. avvio I675. Si rileva, tra l'altro, che si tratta del primo caso in cui l'Autorità si è avvalsa del potere di imporre le misure cautelari previste dal c.d. decreto Bersani, successivamente convertito in legge.

quale non consente spesso l'esercizio del diritto di recesso – basti pensare all'insieme dei problemi di tempistica e di costi effettivi alla chiusura del conto. In questa direzione, proprio nell'indagine conoscitiva prima citata, l'Autorità ha “invitato” sia ad una regolazione più efficace sia a una autoregolamentazione di stimolo al confronto competitivo. In sintesi, e solo a titolo esemplificativo, la fissazione di una durata minima che renda certa la stabilità delle condizioni contrattuali, fogli informativi ispirati ad una regolazione più semplificata ma anche più diretta ad informare realmente la domanda, l'adozione di motori di ricerca “terzi” in grado di garantire comparazioni semplici da stimolo alla mobilità.

Questi problemi, la cui risoluzione contribuirebbe significativamente a favorire dinamiche competitive piene, richiedono di coordinare regolazione/concorrenza/autoregolazione e l'Autorità è propensa ad offrire il proprio contributo.

L'intero settore necessita sia un coordinamento effettivo tra regolazione e tutela della concorrenza nel comune obiettivo di mettere la domanda in condizione di stimolare il gioco competitivo, sia una condivisa analisi sulla funzione, assolutamente utile ma anche necessariamente da delimitare nel ruolo di indirizzo e di autoregolamentazione, che può essere svolta dall'associazione di categoria.

A ciò si aggiunga il ruolo dell'intervento politico che, pur necessario a dettare principi, credo debba sempre definire, nel rispetto dei confini corretti del libero mercato, le proprie funzioni di indirizzo.

b) la trasparenza

Ancora più in generale, e al di là del mero mercato bancario tradizionale, ritengo che il ruolo della regolazione sia essenziale nell'assicurare la trasparenza dei mercati finanziari e nel superare quei conflitti di interesse che possono minare il

corretto rapporto con la domanda e con i concorrenti. Affinché tale trasparenza possa dispiegare positivamente i suoi effetti, essa deve poggiare su un'informazione completa e nel contempo chiaramente promossa dal regolatore di settore e tutelata dall'Autorità antitrust. Tale informativa deve avere ad oggetto, in particolare, le fondamentali variabili concorrenziali che guidano l'investitore nella scelta dei servizi finanziari, ovvero il rischio, il rendimento e il costo del prodotto e/o servizio. Inoltre, tanto più queste caratteristiche sono agevolmente confrontabili tra servizi offerti da soggetti anche di natura diversa tanto maggiore risulta la pressione competitiva che le imprese offerenti subiranno.

In quest'ottica l'Autorità ha già suggerito nel passato, con diverse segnalazioni e con un intervento istruttorio, l'introduzione di una specifica disposizione volta a stabilire, in termini generali, il principio secondo il quale l'informativa resa disponibile al pubblico, il contratto e l'informativa rilasciata alla clientela in corso di contratto devono essere chiari, tempestivi e completi⁵.

La medesima trasparenza è stata anche suggerita al fine di superare i conflitti di interesse tra soggetto che eroga credito e soggetto beneficiario, nonché un ruolo decisivo di Consob nel vigilare sui limiti in cui tali conflitti sono ammissibili, tutelando il risparmiatore/consumatore finale.

Ritengo che tali "suggerimenti" valgano sempre più per il prossimo futuro, si spera aperto finalmente al mercato borsistico e al confronto competitivo.

c) governance societaria

La necessità di coordinamento tra Regolatore di settore (Banca d'Italia e Consob in particolare) nel promuovere la con-

⁵ Cfr. il procedimento I592 e la segnalazione sulla legge sulla riforma del risparmio AS296/2005.

correnza, dell’Autorità antitrust nel tutelarla e del Legislatore nel dettare i principi fondamentali entro cui far funzionare il libero mercato, riguarda la governance societaria, soprattutto con l’adozione sempre più diffusa del sistema di governance duale, nonché le problematiche connesse ai cumuli di incarichi.

La governance duale, per essere apprezzata positivamente, dovrebbe assicurare che le responsabilità siano ben definite e delimitate. Infatti, in un modello chiaramente implementato, l’assemblea dovrebbe avere una funzione meno attiva, rispetto alla tipica assemblea dei soci con potere di approvazione del bilancio e di indirizzo, ed assumere, invece, la funzione, pur centrale, di esercizio del potere di nomina del Consiglio di Sorveglianza.

Dovrebbe essere quest’ultimo, il Consiglio di Sorveglianza, ad assumere, proprio per effetto della nomina, il ruolo di rappresentanza degli interessi dei principali stakeholder e quindi garantire la separazione della proprietà dalla gestione della società attraverso la funzione di vigilanza e controllo. Le funzioni c.d. di alta amministrazione dovrebbero essere assolutamente circoscritte.

La vera attività “esecutiva”, con poteri di gestione e di definizione delle strategie operative, dovrebbe invece essere svolta dal Consiglio di Gestione, organo questo che dovrebbe risultare, proprio per la sua struttura e modalità di azione, molto snello ed efficace nell’attività operativa, anche in termini di tempestività nell’assunzione delle decisioni.

Se questo è lo schema, rimangono da chiarire elementi di rilievo sul tema che dovrebbero portare sia ad una regolazione del settore che ad una autoregolamentazione delle imprese interessate, entrambi volti a fare chiarezza sulle funzioni e sulle responsabilità. Il modello può funzionare con esiti efficienti per il mercato se sono puntualmente definiti i ruoli tra principale e agente. Da un lato, chi ha le informazioni ed assu-

me le decisioni strategiche (l'agente) deve avere i corretti incentivi ad agire, sapendo che esistono anche adeguati disincentivi a condotte solo individualmente razionali ma non tali per l'insieme dei soggetti interessati; dall'altro, deve essere chiaramente attribuito il potere di controllo ex-post in capo a coloro (il principale) che non hanno potere di azione, non sono dotati di informazioni complete ma sono direttamente interessati, come azionisti o rappresentanti degli azionisti, al raggiungimento degli obiettivi aziendali.

In caso contrario, se i ruoli non sono ben definiti, come autorevolmente sostenuto, il sistema dualistico si presta facilmente a "duplicare" le cariche in una prospettiva di distribuzione di incarichi, piuttosto che assicurare una maggiore efficienza nella gestione dell'impresa.

Tema collegato a quanto precede è quello del cumulo di incarichi. Proprio in questi giorni la Consob sta elaborando un regolamento relativo al limite dei cumuli di incarichi in attuazione dell'art. 148 bis del TUF.

I criteri che disciplinano il cumulo di incarichi sono menzionati nella stessa disposizione e attengono alla *"onerosità e alla complessità di ciascun tipo di incarico, anche in rapporto alla dimensione della società, al numero e alla dimensione delle imprese incluse nel consolidamento, nonché all'estensione e all'articolazione della sua struttura organizzativa"*.

In un'ottica di proficua dialettica sui temi della regolazione, è forse opportuno affrontare il problema del cumulo di incarichi anche in una prospettiva antitrust. Ciò soprattutto nel settore finanziario caratterizzato da una fitta rete di partecipazioni incrociate alla quale è associata la presenza dei rispettivi organi di governance. La partecipazione ad organi di governance da parte di membri che svolgono un ruolo attivo in società concorrenti può costituire un problema antitrust. Semplificando, si può evidenziare che la partecipazione di

concorrenti in organi di governance mette alla base in dubbio che tra le imprese coinvolte possa esservi una reale tensione competitiva. Siffatta compresenza implica infatti che “un concorrente” partecipi alle scelte strategiche di un'altra impresa. Allo stato, la regolazione, in una prospettiva generalizzata, è insufficiente. Essa infatti subordina il cumulo di incarichi (cfr. il codice civile) o ad una mera autorizzazione degli organi sociali o a criteri, come quelli indicati nell'art. 148 bis del TUF, non ispirati ad una logica di tutela della concorrenza.

Su questi aspetti è opportuna un'approfondita riflessione in tutte le sedi di regolazione e anche di autoregolamentazione. Un'utile sede potrebbe infatti essere il codice di autodisciplina.

Nella direzione ora indicata l'Autorità si sta muovendo grazie alle nuove competenze nel settore bancario. Le misure dettate in un recente caso relativo ad un'operazione bancaria (Intesa/SanPaolo) erano proprio volte ad evitare rischi di effetti coordinati connessi a legami personali e intrecci azionari tra soggetti che dovrebbero invece operare in modo competitivo sul mercato.

In questa direzione ritengo che la regolazione e gli interventi antitrust “prospettici” (quali quelli connessi alle concentrazioni) possano agevolare a definire ex-ante il perimetro entro il quale gli operatori devono agire assicurando i corretti incentivi allo sviluppo di un vero gioco competitivo.

Sempre in merito alla governance, un ulteriore profilo che richiederebbe un attento intervento regolatorio, meglio dire in questo caso del Legislatore, riguarda le c.d. banche popolari. La materia è da tempo oggetto di varie riflessioni e sembra matura la fase dell'intervento legislativo.

Senza entrare nel dettaglio di progetti in corso di elaborazione credo che la concorrenza del settore richieda di fare un

minimo di chiarezza: il voto capitaro poteva avere un senso in un periodo storico in cui la finalità della banca era unicamente o prevalentemente quello di cooperativa per gli stessi soci azionisti e per il personale. Ci si deve domandare se tale finalità sia ancora quella perseguita da banche popolari sempre più, aggiungo io fortunatamente per il mercato, di dimensioni nazionali; ancora, se tale sistema di voto insieme alle clausole di gradimento e con la partecipazione spesso limitata alle decisioni (basti vedere l'incidenza dei partecipanti e dei voti nelle delibere assembleari spesso inferiori all'1% del capitale) non rischi di trasformarsi in uno strumento a protezione da scalate e per la creazione di "noccioli duri" nella gestione.

Sul punto, la regolazione dovrebbe essere "illuminata" e conciliare le esigenze di banche realmente locali e cooperative dal bisogno di innescare concorrenza nel settore. Lo stimolo dovuto alla crescita esterna, non escluse le scalate, non può essere visto negativamente in contesti di libera concorrenza.

d) struttura dei gruppi: le integrazioni nella rete

Inoltre, e sempre nell'ottica di conciliare esigenze di regolazione e promozione/tutela della concorrenza, trovo essenziale fare chiarezza circa i legami verticali. Un ruolo delle banche orientato chiaramente ai servizi bancari/finanziari e non "mischiato", via integrazioni nella rete, con le società di gestione (SGR) dovrebbe forse richiedere un ruolo più attivo delle varie Istituzioni interessate, del resto è lo stesso Governatore della Banca d'Italia che lo ha di recente ricordato.

E' questo un punto non banale. Infatti, tali legami strutturali comportano, da un lato, assenza di incentivi a mettere in competizione servizi e prodotti di società prodotte concorrenti, essendo collocata nella rete bancaria la sola gamma di servizi della società SGR controllata. Dall'altro lato, siccome tali strumenti sono spesso legati a prodotti collocati che servono, a loro volta, alla raccolta di risparmio da investire, la non chia-

ra separazione di ruoli tra banche e SGR può essere di ostacolo allo sviluppo di un vero mercato borsistico e di incentivo, invece, a creare un circolo, che può diventare anche vizioso, tra impresa finanziata/banca che colloca prodotti di raccolta del risparmio legati alle imprese finanziate/cliente finale non in grado di scegliere prodotti alternativi.

3. L'esperienza maturata in altri settori nel guidare il coordinamento tra regolazione e tutela/promozione della concorrenza

Sul punto l'esperienza che direttamente posso "portare" intorno a questo qualificato tavolo, avendo seguito la direzione di varie aree settoriali, è assolutamente positiva e di stimolo su più fronti per la regolazione nel settore finanziario.

Ricordo, a titolo di esempio e dato il ruolo svolto come Presidente dell'AEEG dal Prof. Ranci, la centralità del coordinamento tra regolazione e stimolo alla concorrenza nel settore energetico. Credo che sia un'esperienza da guida per altri ambiti e per quello finanziario in particolare.

Nel settore dell'energia elettrica, infatti, Regolatore e Autorità antitrust hanno in modo coordinato sostenuto interventi ex-ante ed ex-post finalizzati al superamento dei limiti di rete (anche con l'estero) e ad incentivare gli investimenti in nuovi/efficienti impianti. In questo scenario condiviso dal Regolatore e dall'Autorità è stato il processo di riunificazione della gestione con la proprietà della rete nazionale, proprio nell'ottica di dare i corretti incentivi alla realizzazione dei nuovi investimenti. Ovviamente, nuovamente regolazione e tutela della concorrenza in modo coordinato, ciò è stato sostenuto purché venisse escluso il rischio di collegamenti verticali tra il soggetto nel quale si sarebbe dovuta verificare tale riunificazione e gli operatori concorrenti a monte o a valle della filiera e a condizione che la nuova entità ricevesse i giusti

segnali e i corretti incentivi nel privilegiare gli investimenti di rete piuttosto che tutelare la posizione nella vendita a valle. E' questo il principio che guidò l'Autorità antitrust nelle misure dettate nella concentrazione Terna/Cassa Depositi e Prestiti e che vide il sostegno nel principio dell'AEEG con i suoi interventi settoriali volti ad assicurare le modalità di accesso a condizioni trasparenti e non discriminatorie, allo sviluppo del Gestore del mercato elettrico e della c.d. Borsa elettrica.

Quanto al settore del gas naturale ricordo, come per l'energia elettrica, sia l'attività di indagine conoscitiva che l'attività istruttoria svolta dall'Autorità in coordinamento con il Regolatore di settore, nonché i casi di abuso dove le condotte ritenute restrittive nell'accesso condotte dall'Autorità antitrust hanno visto soluzione grazie anche e soprattutto all'intervento chiarificatore dell'AEEG attraverso le procedure di regolazione dei sistemi di accesso.

Casi analoghi sono rintracciabili nel settore delle telecomunicazioni dove l'accesso è stato valutato come abusivo *ex post* e poi affrontato dal Regolatore con interventi mirati di controllo e di fissazione delle regole di passaggio.

Andando a parlare delle libere professioni, per molti aspetti direttamente legate a vari servizi finanziari (basti pensare al ruolo degli agenti e dei brokers, spesso soggetti collocatori di prodotti finanziari) credo che il corretto equilibrio tra regolazione e concorrenza rappresenti uno dei nodi centrali per garantire e rafforzare la competitività del nostro sistema economico nazionale. In alcuni settori, la concorrenza non è sufficiente ad assicurare il corretto funzionamento del mercato per le diffuse carenze e rilevanti imperfezioni, asimmetrie informative ed esternalità, suscettibili di produrre risultati iniqui ed inefficienti. Di qui la necessità di un intervento pubblico volto a perseguire, attraverso standard e regole di accesso e di disciplina delle modalità di esercizio delle attività private, l'efficienza del mercato eliminando le asimmetrie e garan-

do la qualità dell'offerta a beneficio dei consumatori. L'ampiezza e l'intensità dei vincoli imposti dalla regolazione deve essere però limitata e soprattutto proporzionata agli obiettivi che si intendono perseguire.

Diversamente, il rischio che si corre è quello di raggiungere esattamente il risultato opposto, e cioè quello di creare, anziché di eliminare, attraverso l'intervento regolatorio, nuove distorsioni del mercato e della concorrenza. I meccanismi concorrenziali possono essere, infatti, frenati da una regolazione ingiustificatamente restrittiva, che ostacola l'ingresso degli operatori più efficienti nel mercato e impedisce che la domanda dei consumatori sia soddisfatta nelle forme organizzative e nelle tipologie produttive che spontaneamente si sarebbero sviluppate, riducendo sensibilmente l'efficienza complessiva del sistema economico.

Le libere professioni, in particolare, presentano dei tratti peculiari che ne hanno suggerito e, in certa misura, continuano a suggerire una applicazione selettiva e non uniforme delle regole di concorrenza. La protezione dei consumatori e la tutela di interessi generali hanno infatti giustificato in passato il mantenimento di vincoli all'accesso all'attività professionale, di tariffe minime e di divieti di pubblicità. Si tratta tuttavia di restrizioni che possono limitare spesso ingiustificatamente la concorrenza. In questo settore, l'intervento dell'Autorità è stato quindi particolarmente pregnante, attraverso l'attività di segnalazione, al fine di svolgere una attenta verifica della proporzionalità e della necessità della regolazione rispetto alle finalità perseguite.

E' in questa direzione che ci si attende un esito positivo dalla riforma delle professioni in corso.

I pochi esempi citati consentono di trarre un insegnamento generale: quando Regolatore, Autorità antitrust e Legislatore fanno uno sforzo di sintesi e operano in un conte-

sto “condiviso” in termini di problematiche da superare e strumenti da implementare (di promozione della concorrenza in fase *ex-ante* e di tutela *ex-post*) viene innescato un processo virtuoso che consente poi al libero mercato di operare efficacemente; purtroppo ciò che spesso manca è l’incentivo a fare tale sforzo di avvio del processo.

Dott. Fabrizio SACCOMANNI,
Direttore Generale della Banca d'Italia

1. Norme basate su principi e norme basate su regole: esiste una ‘terza via’?

L'esigenza di pervenire alla definizione di una *Better Regulation* ha di recente stimolato, sia in ambito internazionale sia a livello nazionale, un'ampia riflessione sull'approccio alla regolamentazione adottato dalle autorità competenti.

Oggetto della riflessione sono i vantaggi e gli svantaggi di un approccio basato prevalentemente sull'indicazione di principi di carattere generale (*principles - based regulation*) rispetto a uno basato sulla formulazione di regole di carattere specifico (*rules - based regulation*). Il dibattito emerso in sede internazionale, che ha annoverato come principali protagonisti le autorità inglesi, da un lato, e quelle americane, dall'altro, si è esteso anche alle conseguenze dei diversi approcci alla regolamentazione sul grado di competitività di mercati finanziari ‘concorrenti’¹

¹ In particolare, il dibattito ha visto inizialmente “contrapposti” la Financial Services Authority (FSA) britannica, fautrice, sebbene in prospettiva, di un approccio alla regolamentazione basato prevalentemente sull'indicazione di principi di carattere generale, e le autorità di regolamentazione e controllo americane (in particolare, il *Board* della *Federal Reserve*, la *Fed* di New York e la *Securities and Exchange Commission*) maggiormente orientate, anche per motivi di carattere storico, verso un approccio alla regolamentazione fondato sull'indicazione di regole specifiche. Nel dibattito è successivamente intervenuto il Ministro del Tesoro americano che, a differenza delle autorità di regolamentazione e controllo statunitensi, si è mostrato favorevole a un'evoluzione della regolamentazione da un sistema basato sulle regole a uno basato sui principi, facendo specifico riferimento al rischio, per la piazza finanziaria americana, di perdere competitività rispetto agli altri principali mercati.

Un tipico esempio di regolamentazione basata sui principi è stata, in ambito contabile, la recente adozione in Europa, per le società quotate, dei principi contabili internazionali (IAS/IFRS). La disciplina precedentemente vigente, invece, era basata prevalentemente su regole di carattere specifico. Gli IAS, infatti, dettano per la 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 società quotate. Non sono, ad esempio, previsti schemi di bilancio particolarmente dettagliati, come invece prevedevano le regole precedenti.

La scelta tra un approccio basato sui principi e uno fondato sulle regole è suscettibile di influire in misura significativa sull'attività di supervisione e controllo degli intermediari finanziari.

Un approccio basato sulle regole, al momento adottato di fatto in gran parte degli ordinamenti finanziari (tra cui il nostro), pone i soggetti vigilati di fronte a obblighi relativamente chiari, rispetto ai quali essi stessi sono nella gran parte dei casi capaci di valutare il grado di *compliance* (soprattutto quando le regole sono di natura quantitativa). Compito dell'autorità di vigilanza, in questo caso, è soprattutto quello di verificare il rispetto delle regole da parte dei soggetti vigilati, regole stabilite *ex ante* e rese pubbliche nell'ambito di un generale processo di trasparenza.

Una regolamentazione basata su principi di carattere generale, invece, pone i soggetti vigilati di fronte a un obbligo (quello del rispetto del principio) nei confronti del quale non è detto, almeno non *a priori*, che gli stessi soggetti siano certi di valutare con precisione il grado di *compliance*. Per il rispetto del principio, infatti, le norme non stabiliscono chiaramente regole da seguire, ma lasciano relativamente liberi gli intermediari di organizzarsi in modo da raggiungere l'obiettivo stabilito dalla regolamentazione. Nell'ambito di un approccio

basato sulla formulazione di principi, compito dell'autorità di vigilanza è quello di valutare, spesso attraverso un costante confronto con gli intermediari, se l'assetto organizzativo e il sistema dei controlli interni adottati dai soggetti vigilati siano effettivamente tali da configurare il sostanziale rispetto del principio stabilito dalle norme.

Se è vero che il grado di discrezionalità utilizzato dall'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, è anche vero che alla maggiore discrezionalità implicita in un *principles - based approach* deve accompagnarsi una elevata trasparenza delle valutazioni che l'autorità di supervisione esprime sul rispetto del principio generale da parte dei soggetti vigilati.

Nell'ambito degli ordinamenti finanziari nazionali, la scelta di un approccio piuttosto che dell'altro dipende inevitabilmente dagli specifici contesti istituzionali (connessi, ad esempio, con la prevalenza di un sistema di *common law* piuttosto che di *civil law*). Anche nei sistemi storicamente orientati alle regole, tuttavia, è possibile, attraverso un'opportuna evoluzione delle tecniche di regolamentazione, conseguire alcuni dei vantaggi connessi con un approccio basato sui principi.

In particolare, il recente orientamento verso l'adozione di *best (o generally accepted) practices*, che si osserva ormai anche nel nostro ordinamento, rappresenta un esempio di positiva evoluzione di sistemi di regolamentazione storicamente costruiti su regole specifiche. Le nuove 'regole' formulate nell'ambito di questo orientamento, infatti, si basano proprio sulle prassi adottate spontaneamente dai soggetti vigilati; per il loro rispetto, pertanto, gli intermediari dovrebbero sostenere oneri relativamente contenuti. Allo stesso tempo, la presenza di 'regole' appare in grado di fornire comunque ai soggetti vigilati quella 'certezza del diritto' particolarmente importante nei sistemi *civil law*.

Il processo che ha condotto, nel corso degli ultimi anni, alla definizione del nuovo schema di regolamentazione sul capitale delle banche (Basilea 2) può essere visto proprio come un esempio di questa evoluzione. Le ‘regole’ fissate da Basilea 2 non sono altro che, nella sostanza, la codificazione delle *best (o generally accepted) practices* in tema di gestione dei rischi già adottate di fatto dalle principali banche operanti a livello internazionale. In altri termini, il ‘principio generale’ della disciplina, che auspicava, a fini prudenziali, una maggiore corrispondenza tra i rischi assunti dalle banche e i requisiti patrimoniali da detenere a fronte degli stessi, 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 internazionali.

2. L’importanza (comunque) di una *better regulation*

Al di là dell’approccio alla regolamentazione, basato sui principi, sulle regole, ovvero sulle *generally accepted practices*, vi sono altri importanti fattori (importanti tanto quanto l’approccio alla regolamentazione) che possono contribuire al miglioramento della stessa, facendo sì che la *regulation* possa effettivamente divenire una *better regulation*.²

Nel nostro Paese alcuni fattori in grado di migliorare la regolamentazione finanziaria sono stati di recente codificati a livello legislativo. L’articolo 23 della ‘legge sul risparmio’, varata alla fine del 2005, prevede, per i procedimenti normativi delle autorità di vigilanza, obblighi in materia di motivazioni delle scelte, analisi d’impatto, consultazione dei destinatari delle norme e degli organismi rappresen-

² La Commissione Europea è attivamente impegnata sul fronte della *better regulation* in ambito comunitario. Alla comunicazione dello scorso novembre su “A Strategic Review of Better Regulation in the European Union” ha fatto seguito, nel Gennaio di quest’anno, l’“Action Programme For Reducing Administrative Burdens in the European Union”.

tativi dei consumatori. Le autorità sono inoltre chiamate alla periodica revisione delle discipline emanate, al fine di adeguarle all'evoluzione del mercato. La legge, infine, dispone che le autorità emanino propri regolamenti per disciplinare le modalità con cui dare attuazione ai principi da essa stabiliti.³

Mi soffermerò brevemente su alcuni degli elementi di *better regulation* che ritengo particolarmente significativi.

La qualità della tecnica normativa - In un contesto operativo, come quello tipico dell'industria finanziaria, caratterizzato da un incessante processo di innovazione degli strumenti negoziati così come delle metodologie di misurazione e controllo dei rischi, è fondamentale che le norme siano chiare e, per quanto possibile, semplici. Chiarezza e semplicità sono alla base di una efficace regolamentazione di fenomeni altamente dinamici; consentono di perseguire gli obiettivi pubblici di stabilità e trasparenza senza ostacolare l'innovazione dei prodotti e dei processi. Un *corpus* normativo reso sempre più unitario e omogeneo, inoltre, rende più semplice per i sogget-

³ L'art. 23 ("Procedimenti per l'adozione di atti regolamentari e generali") della 'legge sul risparmio' (L. 262/2005) dispone che: "1) I provvedimenti della Banca d'Italia, della CONSOB, dell'ISVAP e della COVIP aventi natura regolamentare o di contenuto generale, esclusi quelli attinenti all'organizzazione interna, devono essere motivati con riferimento alle scelte di regolazione e di vigilanza del settore ovvero della materia su cui vertono. 2) Gli atti di cui al comma 1 sono accompagnati da una relazione che ne illustra le conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori. Nella definizione del contenuto degli atti di regolazione generale, le Autorità di cui al comma 1 tengono conto in ogni caso del principio di proporzionalità, inteso come criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari. A questo fine, esse consultano gli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati, dei prestatori di servizi finanziari e dei consumatori. 3) Le Autorità di cui al comma 1 sottopongono a revisione periodica, almeno ogni tre anni, il contenuto degli atti di regolazione da esse adottati, per adeguarli all'evoluzione delle condizioni del mercato e degli interessi degli investitori e dei risparmiatori. 4) Le Autorità di cui al comma 1 disciplinano con propri regolamenti l'applicazione dei principi di cui al presente articolo, indicando altresì i casi di necessità e di urgenza o le ragioni di riservatezza per cui è ammesso derogarvi."

ti vigilati la verifica dell'effettiva *compliance* rispetto agli obblighi posti dalla regolamentazione.

La consultazione dei soggetti interessati - La complessità e dinamicità dell'industria finanziaria richiedono sempre più il confronto dialettico tra regolatori e regolati, sia in ambito nazionale sia nelle sedi della cooperazione internazionale.

Il dialogo intorno alle proposte regolamentari, imperniato sulla pubblicazione di documenti di consultazione da parte delle autorità di vigilanza, facilita la definizione di norme 'efficienti', in termini di un giusto equilibrio tra l'esigenza di garantire stabilità e trasparenza e quella di accrescere la competitività anche sul piano internazionale, dei mercati finanziari. È importante, inoltre, che il confronto con gli operatori non si limiti alla fase di consultazione su specifiche proposte normative, ma si realizzi 'nel continuo' anche per consentire agli stessi di segnalare l'eventuale manifestarsi di circostanze che richiedano un intervento regolamentare (anche in termini di semplificazione o razionalizzazione di norme esistenti).

L'analisi dei costi e dell'impatto economico della regolamentazione - Soprattutto nelle fasi di consultazione dell'industria in merito alla possibile introduzione di nuove norme, è importante che il confronto con gli operatori verta anche sulle modalità di contenimento degli oneri di *compliance* che, inevitabilmente, i soggetti sottoposti alla vigilanza sono chiamati a sostenere. Il confronto, che va incentrato sull'analisi dei costi cosiddetti 'incrementali', aiuta a identificare, tra le diverse opzioni regolamentari in grado di garantire il raggiungimento dell'obiettivo che la nuova disciplina intende perseguire, quella che minimizza gli oneri di 'implementazione' a carico degli operatori⁴. Analoga importanza riveste l'analisi del-

⁴ Il costo 'incrementale' rappresenta l'onere aggiuntivo che gli intermediari sono destinati a sostenere in connessione con l'introduzione di una nuova regolamentazione, una volta che si escludano dal computo le spese derivanti dallo svolgimento di attività che essi avrebbero comunque posto in essere, anche in assenza di specifici obblighi normativi.

l'impatto economico delle norme di cui si ipotizza l'introduzione, sia sulla situazione patrimoniale e finanziaria dei soggetti regolati sia sul sistema economico nel suo complesso (e in particolare sull'attività economica delle famiglie e delle imprese). All'interno delle autorità di regolamentazione un'efficace integrazione, realizzata anche in chiave dialettica, tra chi disegna le norme e chi ne valuta le conseguenze economiche (a livello sia micro che macro) rappresenta la condizione necessaria per giungere alla definizione di norme 'economicamente sostenibili'.

La trasparenza nel motivare le scelte regolamentari - Non credo, infine, possa esserci *better regulation* se il processo di definizione delle norme non è accompagnato da una trasparente e chiara motivazione delle scelte che, nell'ambito della discrezionalità loro attribuita, le autorità competenti adottano. La trasparenza nel motivare le scelte regolamentari rappresenta parte del dovere di *accountability* al quale le autorità sono tenute nei confronti degli interlocutori istituzionali, del mercato e dell'opinione pubblica. Ma la trasparenza non è solo un 'onere' derivante dal dovere di *accountability*; essa aiuta i soggetti regolati a far propri ('internalizzare') gli obiettivi pubblici della regolamentazione, contribuendo significativamente al loro pieno raggiungimento.

Con particolare riferimento all'attività di vigilanza in Italia, l'orientamento non solo a una *better regulation* ma anche a una *supervision* sempre più efficace è stato di recente rimarcato dal Governatore Draghi.

Nell'intervento al Forex dello scorso febbraio il Governatore ha infatti sottolineato che "*all'autorità di supervisione si richiede, più che una regolamentazione rigida, la capacità di agevolare e indirizzare con tempestività le soluzioni individuate autonomamente dal mercato. L'attività della Vigilanza e quella delle aziende di credito, nell'applicazione dei migliori standard di gestione del rischio, perseguono in*

larga misura obiettivi simili. Le norme prudenziali rafforzano, non sostituiscono, le prassi della sana gestione aziendale.”⁵

Il Governatore ha inoltre rimarcato l'importanza della collaborazione tra l'autorità di vigilanza e i soggetti regolati. E' solo attraverso questa collaborazione con il settore privato che l'autorità di vigilanza portatore del *public interest* può intervenire in modo da evitare (o attenuare le conseguenze negative di) potenziali *market failures*, connesse con la presenza di esternalità.

Nelle parole del Governatore “*Vi possono essere fattispecie nelle quali una più intensa collaborazione tra regolatori e soggetti vigilati può contribuire al rafforzamento della struttura finanziaria*”. E, ancora, “*E' frequente che il mercato percepisca ben prima del regolatore l'esistenza di problemi di azione collettiva, di gestione del rischio o di inadeguatezza delle infrastrutture: è essenziale che siano gli stessi operatori a interessare prontamente la Vigilanza.*”⁶

⁵“What is required of the supervisory authority is not so much rigid regulation as the ability to intervene promptly to facilitate and orientate solutions found independently by the market. In applying the highest standards of risk management, the activity of the Bank of Italy and that of banks pursue largely similar objectives. Prudential rules reinforce, do not replace, the practices of sound bank management.”

⁶“There may be other circumstances in which closer cooperation between regulators and regulated entities is likely to contribute to strengthening the financial system.” [...] “Quite often the market is well ahead of regulators in perceiving the existence of problems in collective action risk management and infrastructure shortcomings. It is essential that intermediaries promptly inform the Bank of Italy.”

**ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA**

Aletti Montano & Co.
Asset Banca S.p.A.
Assiom
Associazione Nazionale Banche Private
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Aletti & C. S.p.A.
Banca Antoniana - Popolare Veneta
Banca di Bologna
Banca della Campania S.p.A.
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Tortona S.p.A.
Banca Centrale della Repubblica di San Marino
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca della Ciociaria S.p.A.
Banca Commerciale Sammarinese
Banca Esperia S.p.A.
Banca Fideuram S.p.A.
Banca del Fucino
Banca di Imola S.p.A.
Banca Intesa S.p.A.
Banca per il Leasing - Italease S.p.A.
Banca di Legnano S.p.A.
Banca Lombarda Private Investment S.p.A.
Banca delle Marche S.p.A.
Banca MB S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Monte di Parma S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
Banca della Nuova Terra S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Alto Adige
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.
Banca Popolare di Cividale
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Garanzia
Banca Popolare di Intra
Banca Popolare Italiana
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Materano S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Novara S.p.A.
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare Sant'Angelo S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.

Banca Popolare di Todi S.p.A.
Banca Popolare Valconca
Banca Popolare di Vicenza
Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca di Roma S.p.A.
Banca Sammarinese di Investimento
Banca di San Marino
Banca di Sassari S.p.A.
Banca Sella S.p.A.
Banco di Brescia San Paolo CAB S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza
Banco Popolare di Verona e Novara
Banco di San Giorgio S.p.A.
Banco di Sardegna S.p.A.
Barclays Bank Plc
Caboto S.p.A.
Capitalia S.p.A.
Carichieti S.p.A.
Carifano S.p.A.
Carifermo S.p.A.
Cassa Lombarda S.p.A.
Cassa di Risparmio di Alessandria S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
Cassa di Risparmio di Bra S.p.A.
Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.
Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.
Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.
Cassa di Risparmio di Forlì S.p.A.
Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo S.p.A.
Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino
Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.
Cedacri S.p.A.
Centrale dei Bilanci
Centrobanca S.p.A.
Credito Artigiano S.p.A.
Credito Bergamasco S.p.A.
Credito Emiliano S.p.A.
Credito di Romagna S.p.A.
Credito Sammarinese S.p.A.
Credito Siciliano S.p.A.
Credito Valtellinese
CSE - Consorzio Servizi Bancari
Deutsche Bank S.p.A.
Euro Commercial Bank S.p.A.
Farbanca S.p.A.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Federcasse
Findomestic Banca S.p.A.

Friulcassa S.p.A.
Interbanca S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
MCC S.p.A.
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
Meliorbanca S.p.A.
Rasbank S.p.A.
Sanpaolo Banca dell' Adriatico S.p.A.
Sanpaolo Banco di Napoli S.p.A.
Sanpaolo IMI S.p.A.
Sedicibanca S.p.A.
SIA-SSB S.p.A.
UBI Banca
UGC Banca S.p.A.
Unibanca S.p.A.
Unicredit Banca S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Veneto Banca

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno
Borsa Italiana S.p.A.
Centro Factoring S.p.A.
Finsibi S.p.A.
Fondazione Cassa di Risparmio di Biella S.p.A.
Kpmg Advisory S.p.A.
Intesa Casse del Centro
Sofid S.p.A.

ELENCO DEGLI ULTIMI QUADERNI PUBBLICATI

PER L'ELENCO COMPLETO DELLE PUBBLICAZIONI ASSBB CONSULTARE IL SITO
www.assbb.it

- N. 200 «**I CAMBIAMENTI NELLA REGOLAMENTAZIONE SUI REQUISITI PATRIMONIALI E NEGLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE BANCHE**»
T. Bianchi - G. Carosio - F.M. Frasca - S. Cassese - luglio 2002
- N. 201 «**L'EVOLUZIONE DEI MODELLI ORGANIZZATIVI: IMPLICAZIONI PER L'EFFICIENZA E LA REDDITIVITA' DEI GRUPPI BANCARI**»
G. Fiorani - A. Profumo - M. Gasco - P. Gualtieri - P. Gavazzi - luglio 2002
- N. 202 «**PROBLEMATICHE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E FINANZIARIA IN ITALIA**»
V. Desario - aprile 2003
- N. 203 «**I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: ASPETTI GENERALI E QUALITÀ DEL CREDITO**»
T. Bianchi - F. Cesarini - D. Croff - maggio 2003
- N. 204 «**PREVENZIONE DEI RISCHI OPERATIVI E DISASTER RECOVERY NELLA RECENTE ESPERIENZA DELLE BANCHE ITALIANE**»
C. Tresoldi - P. L. Curcuruto - maggio 2003
- N. 205 «**I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: I RICAVI DA SERVIZI**»
R. Locatelli - P. D. Gallo - giugno 2003
- N. 206 «**IL NUOVO DIRITTO SOCIETARIO**»
G. Ferrarini - F. Frasca - A. Colombo - luglio 2003
- N. 207 «**ORIENTAMENTI MORALI DELL'OPERARE NEL CREDITO E NELLA FINANZA**»
G. Vigorelli - F. Cesarini - Dionigi Card. Tettamanzi - novembre 2003
- N. 208 «**STRUTTURA E OPERATIVITÀ DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO A DIECI ANNI DAL TESTO UNICO**»
P. Abbadessa - F. Panetta - M. Sarcinelli - M. Onado - novembre 2003
- N. 209 «**BANCHE/FAMIGLIE: UNA RELAZIONE DI CLIENTELA DA RICONSIDERARE. UN CONTRIBUTO ALL'ANALISI**»
T. Bianchi - aprile 2004
- N. 210 «**LA TRASPARENZA DELLE OPERAZIONI BANCARIE E LA TUTELA DEL RISPARMIATORE**»
G. Alpa - giugno 2004
- N. 211 «**L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE BANCHE**»
F. Cesarini - G. Gobbi - R. Lupi - luglio 2004
- N. 212 «**EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA COMUNITARIA SUI MERCATI E LE NUOVE REGOLE CONTABILI**»
M. Anolli - B. Bianchi - M. Venturino - luglio 2004
- N. 213 «**LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE NELLA PROSPETTIVA DELL'ALLARGAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA**»
G. Morcaldo - S. Rossi - M. Lossani - luglio 2004

- N. 214 **“I RAPPORTI DELLE BANCHE CON LE FAMIGLIE: EVOLUZIONE DEL MERCATO E CANALI DISTRIBUTIVI”**
F. Panetta - C. Fioravanti - G. Auletta Armenise - P. Gualtieri - luglio 2004
- N. 215 **“ALZATEVI, ANDIAMO!”**
L. Ormaghi - S. E. Dionigi Tettamanzi - P. F. Casini - luglio 2004
- N. 216 **“DE GASPERI, RITRATTO DI UNO STATISTA”**
G. Vigorelli - G. Rumi - G. Andreotti - M. R. De Gasperi - dicembre 2004
- N. 217 **“ASPETTI E PROBLEMI DEL FINANZIAMENTO DEGLI ENTI LOCALI”**
G. Vigorelli - P. Giarda - M. T. Salvemini - dicembre 2004
- N. 218 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E LA GESTIONE DELLE BANCHE ITALIANE NEL 2004”**
G. Morcaldo - S. Rossi - D. Delli Gatti - M. Arpe - luglio 2005
- N. 219 **“METODOLOGIE DI EROGAZIONE DEL CREDITO ALLE IMPRESE: STATO DELL'ARTE E TENDENZE EVOLUTIVE”**
F. Galmarini - C. Venesio - luglio 2005
- N. 220 **“IL CONTROLLO DEI RISCHI: NUOVI STRUMENTI E NUOVE REGOLE”**
R. Locatelli - S. Laviola - D. Alfonsi - luglio 2005
- N. 221 **“BANCHE E FINANZA PER LA CRESCITA DELLE IMPRESE”**
M. Perini - E. Piol - luglio 2005
- N. 222 **“RECENTI SVILUPPI E PROSPETTIVE DI CRESCITA DEL MERCATO DEI DERIVATI FINANZIARI”**
T. Bianchi - F. M. Frasca - M. Faroni - G. Gorno Tempini - luglio 2005
- N. 223 **“LE NUOVE NORME CONTABILI E GLI EFFETTI SULLE BANCHE E SULLE IMPRESE”**
T. Bianchi - A. Giussani - luglio 2005
- N. 224 **“SUI CONFLITTI D'INTERESSE NELLE BANCHE, CON DIVAGAZIONE”**
M. Sarcinelli - dicembre 2005
- N. 225 **“CONCORRENZA E CONCENTRAZIONI NEL SISTEMA BANCARIO”**
M. Grillo - dicembre 2005
- N. 226 **“NUOVI SCENARI PER IL SISTEMA BANCARIO TRA CAMBIAMENTI MACROECONOMICI E INNOVAZIONI NORMATIVE”**
V. Desario - marzo 2006
- N. 227 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E IL RECUPERO DI COMPETITIVITÀ DELL'ITALIA E DELL'EUROPA”**
G. Morcaldo - D. Delli Gatti - marzo 2006
- N. 228 **“IL QUADRO ECONOMICO DI RIFERIMENTO E LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE”**
M. Morelli - F. Viola - maggio 2006
- N. 229 **“I RIFLESSI DELLA NUOVA DISCIPLINA DI TUTELA DEL RISPARMIO SUI RAPPORTI TRA BANCHE E CLIENTI”**
T. Bianchi - C. Pisanti - M. Sella - G. Forestieri - maggio 2006

- N. 230 **“I MERCATI BANCARI DELL'EUROPA ORIENTALE:
OPPORTUNITÀ E RISCHI”**
C. Salvatori - giugno 2006
- N. 231 **“IL SISTEMA FINANZIARIO E I DIVARI ECONOMICI
TERRITORIALI”**
G. Gobbi - C. Ciccolella - M. Jacobini - ottobre 2006
- N. 232 **“TENDENZE DELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA
IN TEMPI DI GLOBALIZZAZIONE”**
P. Ranci - C. Mc Carthy - maggio 2007
- N. 233 **“L'IMPATTO DELLA DIRETTIVA MiFID SUI MERCATI”**
M. Anolli - G. Petrella - C. Faissola - G. Cammarano - maggio 2007
- N. 234 **“IL FEDERALISMO FISCALE IN ITALIA: FATTI E PROBLEMI”**
M. Bordignon - F. Ambrosanio - A. Zanardi - A. Staderini - maggio 2007
- N. 235 **“IL CONFLITTO DI INTERESSI NELLA PRESTAZIONE
DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO: DIAGNOSI E TERAPIE”**
G. Presti - M. Rescigno - maggio 2007

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it

Finito di stampare Giugno 2007