

## SYSTEMS OF PUBLIC VIGILANCE ON FINANCIAL MARKETS: FROM MODELS TO EFFECTIVENESS

### (I SISTEMI DI VIGILANZE PUBBLICHE SUI MERCATI FINANZIARI: DAI MODELLI ALL'EFFETTIVITA')

Sandro AMOROSINO<sup>1</sup>

#### *Abstract*

*System of vigilance on financial markets are complex and uncoordinated; at the global level there is no common financial justice system, while in Europe there are many different authorities that act according to standardised rules, but are unable to manage extraordinary events.*

1. Il titolo di queste rapide considerazioni è declinato doppiamente al plurale:

- pluralità di sistemi, intesi come ambiti o dimensioni giuridici, ma anche come “insiemi coerenti di regole”;
- e pluralità di **vigilanze “finanziarie”**, in parte perché correlate ai diversi ambiti / livelli (globale, europeo, nazionale), ma in parte perché “dedicate” ai diversi **mercati finanziari** (bancario, finanziario in senso stretto ed assicurativo: distinti, ma sempre più interdipendenti).

La risultante è la moltiplicazione, e l'interazione, dei possibili approcci, che producono una sorta di “effetto caleidoscopio”, per usare un'immagine, dovuto alla mutevolezza delle intersezioni geometriche, a seconda delle prospettive da cui ci si pone. In altri termini, siamo in presenza di geometrie organizzative variabili [Le

---

<sup>1</sup>Sandro Amorosino, Ordinario di diritto dell'economia e di diritto dei mercati finanziari Università La Sapienza di Roma.

metafore descrittive debbono fermarsi qui perché – come insegna Galgano (2010) – il parallelismo geometria/diritto può esser molto rischioso, in quanto i sistemi giuridici *non sono sistemi logicamente coerenti*].

La prima complicazione è data dal fatto che non c'è coerenza tra i diversi sistemi / livelli regolatori dei mercati finanziari (1 postulato).

2. La complessità emerge immediatamente, oltre che sul versante descrittivo, anche su quello del lessico giuridico, soprattutto a causa dell'“innesto” – necessitato dalla tecno finanza – sul *corpus* del diritto “pubblico” continentale di locuzioni economiche o della *law & economy*.

La stessa funzione generale di conformazione e controllo dei mercati finanziari, da parte dei pubblici poteri, è chiamata in modi e significati diversi: *regolazione*, *supervisione*, *vigilanza*. Si tratta di locuzioni dai significati non sovrapponibili.

In estrema schematizzazione, e per convenzione, si può dire che *regulation* “finanziaria” è nozione ad ampio spettro, che va dalle scelte d'apice di organizzazione giuridica dei mercati, da parte di pubblici poteri, sino alla *self regulation* di settori ed operatori; *supervisione* è locuzione che indica un controllo essenzialmente in funzione sistemica; *vigilanze* sono quelle tradizionali, a scala nazionale, che però si sostanziano, in Europa, anche di autorità con poteri regolamentari e di indirizzo in funzione proconcorrenziale.

Sempre in grande approssimazione si può dire che la prima (*regulation*) contiene la seconda (*supervisione*), la quale – a sua volta – contiene la terza (*vigilanza*).

E altro fattore di complicazione nella locuzione “pubblici poteri”, codificata da Giannini (1986) oltre venticinque anni fa, sono comprese organizzazioni disparatissime: alcune istituzionalizzate, altre semi istituzionalizzate come il **Financial Stability Board** o il **G. 20** “economico”, le quali adottano decisioni di varia natura: indirizzi politici generici, indirizzi a base tecnica, atti propriamente normativi,

atti puntuali di *soft* o *hard regulation*, precettiva o condizionale, per singoli settori o casi.

Tutte queste funzioni sono riconducibili ad una nozione molto ampia di *regulation* "finanziaria". È una nozione che assume in sede teorica, ma soprattutto nella *effettività*, intesa come dato di realtà (Irti, 2009), configurazioni molto variabili.

Così la regolazione globale dei mercati finanziari è, strutturalmente e funzionalmente, assai diversa da quella europea, che – invece – è ormai tendenzialmente analoga a quella degli Stati membri.

La diversità tra regolazione globale ed europea è vistosa, perché quella globale è fatta, ad oggi, di indirizzi politici generici (del G 20) e di indirizzi tecnici (del F.S.B. e del **Comitato di Basilea**), che vincolano politicamente gli stati partecipanti (*soft regulation*), ma non hanno prescrittività giuridica immediata, e necessitano della mediazione statale (USA) o del **Unione Europea**.

Ed è questa la soglia, finora non valicata, che preclude una *hard regulation* globale di sistema (Il postulato).

Per effetto di questa mediazione, che ha anche una funzione di filtro, gli indirizzi arrivano a produrre risultati su singoli oggetti o problemi, ad esempio la ricapitalizzazione delle banche o il coordinamento, e la collaborazione, reciproci, sulle S.I.F.I. – *Systemically Important Financial Institutions* (la cui crisi può generare rischi sistemici globali).

È, peraltro, da sottolineare che alcuni indirizzi, anche se non hanno effetti giuridici immediati possono avere immediati effetti di mercato: ad esempio i principi di Basilea concorrono a formare il *rating* di istituzioni finanziarie e banche, il quale – elaborato in modo assai discusso dalle "Agenzie" private – determina l'apprezzamento o il deprezzamento degli strumenti finanziari da essi emessi.

E, *tuttavia* – altra congiunzione avversativa, che evidenzia la contraddittorietà dello scenario – se non vi è una piena istituzionalizzazione di questi organismi – che, per quanto qui interessa, implica il conferimento di poteri prescrittivi e sanzionatori, non

può essere assicurata la funzione di stabilità sistemica e, in casi di crisi, di stabilizzazione.

L'obiettivo unificante, concordemente individuato da questi organismi internazionali, è la *stabilità*, ma i campi d'intervento sono troppo ampi e gli strumenti disponibili ad oggi inadeguati. La stabilità viene perseguita – da vari organismi (quali i già richiamati F.S.B. e Comitato di Basilea) – lungo tre direttrici, sintetizzate da Siclari (2012): rafforzare la resistenza patrimoniale degli intermediari; incrementare la trasparenza e mitigare la pro ciclicità dei mercati, introdurre una supervisione di tipo macroprudenziale.

Di essi: - il *primo* è perseguito in maniera diffusa, anche se molto diseguale;

- il *secondo* appare il più difficile da perseguire, a causa dei comportamenti divaricati (per non dire opportunistici) di molti Stati, determinati dalle rispettive strategie geoeconomiche (Savona, 2009);

- il *terzo* è – allo stato – effettivamente perseguito solo a livello europeo, mediante l'istituzionalizzazione di apposite autorità/agenzie.

A tutto ciò si deve aggiungere si sottraggono alla *regulation* i sistemi "finanziari" paralleli, i quali e sono sfuggenti, inafferrabili per struttura e vocazione: *Shadow Banking*; mercati finanziari *over the counter*; riciclaggi.

In sintesi: è pur vero, come sostengono i giuristi della globalizzazione, che si stanno definendo i modelli di *governance* a scala mondiale (mancano, però, i "giudici finanziari", che sono in tutti i settori il primo fondamento dei sistemi globali (Cassese, 2009)), ma la realtà effettuale non vede ancora in atto efficaci funzioni sistemiche globali di stabilità; funzioni la cui necessità è da tutti riconosciuta, che è postulata dalla situazione dei mercati finanziari globali, ma che non viene svolta, o viene svolta solo in parte; è quindi una *funzione negativa*, perché necessitata ma non svolta, per usare un concetto di teoria generale (Bobbio, 1977).

3. Sostanzialmente diverso è lo scenario europeo, che è caratterizzato – all'opposto – da un "affollamento" di autorità di *supervisione* finanziaria.

Ai fini di una prima riflessione è superflua una descrizione (sarebbe necessario un organigramma) del nuovo sistema di autorità finanziarie (che è, a sua volta, il fulcro di una nuova generazione di *agenzie europee*). Una ricostruzione puntuale dei fondamenti del nuovo sistema nella "costituzione (economica) europea" è stata fatta da R. D'Ambrosio (2011).

In questa sede devono porsi quattro domande essenziali: I) qual è la logica di sistema dell'architettura della vigilanza europea? II) quali problemi di rapporti interistituzionali di vertice pone? III) come sta funzionando? IV) qual è la sua "portanza" complessiva (per usare un termine ingegneristico, vale a dire: quale peso / dimensioni di problemi è idoneo a reggere, a fronteggiare)?.

Con riferimento alla schematizzazione fatta all'inizio in tema di regolazione/ supervisione/ vigilanza si può dire che siamo, in parte, nel campo della regolazione e in parte in quello della supervisione.

La logica di sistema è binaria: supervisione macroprudenziale e microprudenziale. Sul versante "micro" si rispetta la consueta partizione verticale dei mercati – bancario, finanziario ed assicurativo – con un sistema a canne d'organo che si collega, verso il basso, con i *regulator* di settore nazionali.

Il coordinamento *intrasistema* tra macro e micro è assicurato dalla istituzionalizzazione del Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria.

I problemi si complicano nella dimensione macro: l'Autorità di supervisione sui rischi sistemici "confina" sul versante tecnico con la BCE e su quello politico con gli organi politici dell'Unione.

Le autorità "finanziarie" europee non svolgono compiti di vigilanza operativa, ma adottano decisioni precettive, che "discendono per li rami" nel sistema/mercato europeo.

Soprattutto l'ESRB svolge funzioni regolatorie d'apice.

Il sistema nel suo complesso è macchinoso e sembra un po' "rococò", ma con i suoi complessi ruotismi costituisce comunque un passaggio decisivo per arrivare a padroneggiare i mercati finanziari almeno alla scala europea.

La complessità impone di giudicarne la funzionalità quando sarà pienamente a regime.

Le "reti di connessione" tra le Autorità di supervisione finanziaria, e tra queste e la Commissione e gli organi politici d'apice sono molteplici, con rischi di dispersione di "energia supervisorica" e problemi di coordinamento operativo.

4. Il sistema delle autorità finanziarie europee ha portanza sufficiente per reggere le situazioni di rischio ordinario, pur se diffuso, ma non è "tarato" per affrontare le situazioni *extra ordinem*, come i debiti sovrani, le quali interagiscono con la crisi finanziaria originata dai derivati (Colombini, 2012) e possono essere affrontate solo in una dimensione che è essenzialmente di sistema politico europeo, il quale – come noto – funziona molto parzialmente, a corrente alternata. Sono carenti, perciò le decisioni politiche di sistema, che devono essere sistematizzate in *strategie di durata* ed, ancora conseguentemente, in indirizzi di costituzione economica europea, da versare e formalizzare nei Trattati ed in istituzioni forti come il Fondo salva Stati.

È, dunque, evidente che Autorità tecniche – pur istituzionalizzate ed indipendenti – restano al di sotto di questa soglia (III postulato) e in più si muovono talora in modo estemporaneo.

*Bibliografia*

Bobbio N., 1977, *Dalla struttura alla funzione*, Milano.

Cassese S., 2009, *I giudici di Babele*, Roma.

Colombini F., 2012, *Crisi finanziaria e risk management*, Rivista Trimestrale di Diritto e Economia.

D'Ambrosio R., 2011, *Le Autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione*, Rivista Bancaria e Mercati Finanziari.

Galgano F., 2010, *Le insidie del linguaggio giuridico*, Bologna.

Giannini M.S., 1986, *I pubblici poteri*, Bologna.

Irti N., 2009, *Significato giuridico dell'effettività*, Napoli.

Savona P., 2009, *Il governo dell'economia globale*, Venezia.

Siclari D., 2012, *Gli intermediari finanziari tra regole di mercato e interesse pubblico*, Napoli.