

# Appunti sul riassetto delle Autorità su intermediari e mercati finanziari<sup>1</sup>

di Vittorio Conti

## Abstract

Towards the Reform of the European Financial Supervisory Authorities on Intermediaries and Financial Markets: some Notes for a Discussion.

The dynamics that are blurring the borders between old and new financial intermediation practices, partly induced by fintech, call for a significant move to enhance a light regulation, supported by a proactive risk based supervision. That implies an update of the European and National Competent Authorities' architectures to serve the tasks they are committed to, by effectively implementing market conduct and prudential supervision across processes, activities and platforms. The paper concludes with some drill-down on the steps that could be appropriate to re-address the hybrid Italian twin-peaks for a more coherent set-up.

## 1. Le lezioni della crisi

La segnalazione di carenze regolamentari e di vigilanza, a valle dell'irrompere della crisi finanziaria, ha portato le istituzioni europee a sottolineare con insistenza, nel corso degli ultimi dieci anni, l'importanza che gli interventi riparatori su questi due fronti fossero finalizzati a: (1) prevenire crisi sistemiche, (2) garantire l'integrità e l'ordinato funzionamento dei mercati finanziari, (3) rafforzare le tutele per gli investitori, in particolare di quelli *retail*.

Le strade percorse per tradurre in prassi queste finalità (*overarching principles*) si sono dispiegate lungo due direttrici: il ridisegno del sistema delle Autorità europee, accompagnato da un pervasivo sforzo di revisione e completamento del quadro normativo e regolamentare ad integrazione del "single rule book".

In risposta alle emergenze poste dall'irrompere della crisi finanziaria, la Commissione Europea ha finalizzato le raccomandazioni del *High Level Group* presieduto da *Jaques de Lerosière*, avviando un percorso che ha portato alla istituzione nel 2010 dell'*European Systemic Risk Board (ESRB)*, a cui sono stati affidati i presidi macroprudenziali necessari per prevenire/mitigare il rischio sistemico. A completamento del *European System of Financial Supervision (ESFS)*, nel gennaio del 2011 vengono istituite tre Autorità di settore EBA, EIOPA ed ESMA (rispettivamente per banche, assicurazioni e fondi pensione, strumenti finanziari e mercati) per i profili microprudenziali<sup>2</sup>.

Nel novembre del 2014 la BCE assume le competenze di vigilanza sugli enti creditizi dell'area euro ad integrazione dell'attività svolta dalle autorità di settore nazionali; una scelta che si è rivelata appropriata ed efficace alla luce delle implicazioni sistemiche di alcune problematiche legate al mondo del credito. Alle nuove Autorità europee sono stati affidati ruoli in ambito prevalentemente regolamentare, lasciando così a lungo la vigilanza su ampi settori dell'industria finanziaria tra le competenze delle Autorità dei singoli paesi (NCA), che hanno fatto prevalere nel tempo le prassi nazionali sulle ripetute sollecitazioni della Commissione a convergere. Scelte che, di fatto, hanno contribuito a cristallizzare prevalenti impostazioni per soggetti vigilati.

Anche il percorso dell'adeguamento del "single rule book" non è stato agevole. Innanzitutto le disomogeneità ancora presenti nel tessuto dei mercati finanziari dei diversi paesi hanno imposto laboriose fasi di mediazione che hanno dilatato i tempi di rilascio delle regole. A ciò si è aggiunta l'oggettiva difficoltà di declinare norme adatte a presidiare efficacemente le rapide trasformazioni che in questi anni hanno ridisegnato le modalità di produzione, prestazione e fruizione dei servizi finanziari. Le sfide poste dal contesto ai Regolatori - tradottesi in allungamento dei tempi, complessità regolamentari e rischio di un loro invecchiamento precoce indotto da innovazioni di prodotto e processo<sup>3</sup> - sono testimoniate dalla crescente complessità applicativa che ha accompagnato l'evoluzione delle regole di Basilea e dalla mole di documenti prodotti nei 4 anni dedicati alla revisione di Mifid, Mifir e RTS.

Queste dinamiche hanno alimentato in molti operatori ed Autorità il convincimento che l'obiettivo di una *light and effective regulation* a presidio degli *overarching principles* non possa essere disgiunto da un radicale cambio di prospettiva delle prassi di vigilanza e, più in generale, da una coerente ridefinizione di assetti e ruoli assegnati alle Autorità competenti nazionali ed europee.

<sup>1</sup> Intervento alla XIV Convention AIFIRM, Milano, 6 dicembre 2018. Tratto da un articolo pubblicato sulla Rivista Banca Impresa e Società, 2018, n. 3.

<sup>2</sup> In sostituzione dei comitati di terzo livello istituiti tra il 2002 e il 2004 (raccomandati dal Comitato Lamfalussy): CEBS (vigilanza bancaria), CEIOPS (vigilanza assicurazioni e pensioni), CESR (regolamentazione valori mobiliari).

<sup>3</sup> V. Conti, Rethinking Regulation and Oversight to Learn the Lesson from the Crisis, "Paolo Baffi" Center Research Paper Series n° 2011-106 (<http://ssrn.com/abstract=1918765>).

## 2. Le nuove sfide

**2.1** Le crescenti trasversalità dei processi e le diffuse complementarità tra prodotti e servizi finanziari prestati da operatori diversi, hanno fatto emergere la necessità di un approccio trasversale anche al presidio degli *overarching principles*. Passaggio particolarmente complesso da praticare con un assetto delle Autorità declinato per operatori e difficile da gestire al manifestarsi di possibili conflitti tra finalità.

Le risposte della *financial industry* alla crisi stanno fornendo utili indicazioni sui possibili percorsi da seguire. Semplificando, due sono le componenti che li sollecitano.

La prima è riconducibile alle modifiche dei *business model* degli intermediari tradizionali che stanno rendendo più incerti i confini tra le segmentazioni operative tradizionalmente riconducibili alle loro specifiche forme giuridiche.

Queste trasformazioni stanno accompagnando gli sviluppi del piano di azione per la *Capital Markets Union*, finalizzato a porre le condizioni per stimolare canali alternativi a quello bancario per accrescere sia l'efficacia dei processi allocativi del risparmio a sostegno della crescita, sia la resilienza del sistema finanziario a *shock* sistemici riconducibili ai canali del credito. Un ribilanciamento del sistema finanziario europeo che sta imponendo una crescente attenzione alle problematiche microprudenziali tipiche della *market finance* nell'ambito delle regole di condotta, della trasparenza e delle tutele.

La seconda è rappresentata dagli sviluppi del Fintech nel sistema dei pagamenti ed in altri ambiti non ancora regolati e vigilati; una realtà che sta crescendo rapidamente con modalità di offerta e produzione dei servizi finanziari che disintermediano gli operatori tradizionali in molti settori<sup>4</sup>.

Le discontinuità che stanno alimentando i nuovi entranti sono favorite dall'assenza di regole specifiche e sospinte dai progressi delle innovazioni tecnologiche digitali (intelligenza artificiale, potenza di calcolo, algoritmi, piattaforme...) in sintonia con la diffusione degli applicativi di accesso a disposizione degli utilizzatori finali. Un approccio più inclusivo e meno costoso rispetto ai percorsi tradizionali (condizionati da *legacy system* tecnologici e strutturali), che consente di estrarre valore dall'*unbundling* dei servizi dove si annidano debolezze, imperfezioni o si intravedono spazi per innovare; modalità peraltro percepite anche come più sicure dagli utenti per gli sviluppi delle tecnologie DLT, tra cui la *Blockchain*.

La sostanziale destrutturazione, ad opera delle Fintech, delle filiere costruite attorno alle relazioni di clientela - tradizionalmente fonte delle *soft-information* necessarie per valutare bisogni, innovare prodotti e servizi, ottimizzare processi - è accompagnata dal ruolo centrale assunto da sofisticati algoritmi di calcolo che trasformano i *Big Data (hard-information)* in componenti essenziali delle informazioni a disposizione degli utilizzatori dei nuovi canali per una valutazione, non mediata, delle convenienze e dei rischi associati ai servizi, dell'affidabilità delle controparti (in rapporti del tipo P2P, B2B o loro varianti) e delle scelte di portafoglio. Il tutto aggirando i canali di intermediazione classici ed il possibile condizionamento delle asimmetrie informative.

**2.2** Il ridisegno dei confini tra intermediari, mercati, prestatori di servizi e giurisdizioni, si impone all'attenzione delle Autorità per una valutazione dei potenziali impatti sulle finalità e per le sfide poste alla loro sensibilità di regolatori dalle rapide e sempre più diffuse contaminazioni tra forme di intermediazione regolate e non regolate.

Alla ferma volontà di impedire la nascita di un mondo parallelo favorito da possibili arbitraggi regolamentari, si accompagna la determinazione a non ostacolare le spinte innovative e, con esse, i benefici indotti dalla accresciuta efficienza dei processi di intermediazione. Tra questi la riduzione dei costi di transazione, l'arricchimento delle informazioni a supporto della *price discovery* e la possibilità per clienti e investitori di accedere ad una gamma di prodotti e servizi più ampia. Si segnala, inoltre, il contributo delle innovazioni tecnologiche all'innalzamento dell'efficacia dei presidi regolamentari e di vigilanza (*Regtech*), con conseguente taglio degli oneri di *compliance*.

Tra i timori dominano quelli per la tenuta sistemica in presenza di una accelerazione delle transazioni, a cui si accompagnano sia amplificate interconnessioni tra mercati e correlazioni tra *asset*, sia una maggiore frammentazione delle operazioni lungo la catena del sistema dei pagamenti.

Oltre alla possibilità che queste connotazioni facilitino una rapida propagazione di rischi direzionali, preoccupa un indebolimento dell'efficacia del sistema dei controlli. Sistema messo peraltro alla prova da nuove fragilità riconducibili ai più elevati rischi operativi legati alle nuove crypto-attività, alla crescente esposizione ad attacchi informatici ed attività illecite, alla difficoltà di presidiare l'integrità dei dati e gestire le informazioni personali, al complesso controllo della solidità di algoritmi e tecnologie e, ancora, alle opacità che spesso accompagnano i percorsi di accesso e fruizione dei servizi che possono minare il sistema delle tutele ed indurre *bias* comportamentali.

La ricerca del giusto bilanciamento tra istanze innovative e finalità da perseguire, si sta confrontando con la difficoltà di valutare le implicazioni delle possibili alternative, regolatorie e di vigilanza, in presenza di un contesto in continua evoluzione ed in mancanza, al momento, di riscontri oggettivi che consentano affidabili stime delle potenziali ricadute del riorientamento "da entità ad attività" e "da intermediari a network".

<sup>4</sup> Il rapporto del World Economic Forum dell'agosto 2017, "Beyond Fintech: a Pragmatic Assessment of Disruptive Potential in Financial Services", analizzava le possibili implicazioni nei seguenti settori: "Payments, Insurance, Digital Banking, Lending, Investment Management, Equity Crowd Funding, Market Infrastructure".

### 3. Gli orientamenti

**3.1.** In ambito regolamentare si prospetta una declinazione graduale del principio che prevede l'applicazione delle medesime regole ad attività e servizi simili, a prescindere dalle entità che le svolgono o li prestano. Si ritiene infatti che il passaggio temporaneo da *regulatory sandboxes*, caratterizzati da norme più semplici rispetto a quelle che regolano gli *incumbent*, consenta di acquisire le informazioni necessarie per meglio valutare gli effetti delle nuove attività e, quindi, per trovare risposte più adatte per tenere sotto controllo quella che è stata definita la "natura mutante" del Fintech.

La capacità di adattarsi alle specifiche connotazioni istituzionali e prassi operative dei diversi paesi spesso caratterizza e differenzia le nuove attività, per cui si può rivelare più adatto un approccio pragmatico "*caso per caso*", rispetto ad una meccanicistica estensione, per analogia, delle complesse ed invasive regolamentazioni già esistenti.

Questa strada, corretta per evitare costosi eccessi di regolazione e consentire maggiore flessibilità, comporta un ampliamento delle deleghe conferite alle NCA ed un rafforzato coordinamento tra giurisdizioni, per valutare la coerenza delle soluzioni già implementate in alcuni ordinamenti rispetto alle norme in vigore e per prevenire arbitraggi regolamentari.

L'indispensabile complemento di questo percorso è un riassetto delle Autorità di settore nazionali ed europee, che faciliti una definizione di ruoli, deleghe e strumenti funzionale a finalizzare azioni di vigilanza specializzate per processi ed attività, con le competenze tecniche necessarie per dispiegare nel continuo un ruolo proattivo *risk based* esteso anche alla solidità ed alla tenuta di tecnologie, algoritmi e piattaforme.

**3.2.** La consapevolezza di questa necessità si è già tradotta in riforme degli assetti istituzionali di alcuni paesi europei. A prescindere dalle specifiche soluzioni organizzative adottate (con ruoli accentrati o distribuiti su più Autorità), le accomuna l'applicazione del principio della prevalenza finalizzato ad una più rigorosa assegnazione di compiti e responsabilità all'interno di due macro filoni.

Il primo raggruppa i presidi a tutela della stabilità finanziaria affidati alle attività di vigilanza svolte dalla BCE e dalle Banche Centrali dei singoli paesi, a cui si accompagnano i collaudati sistemi di misurazione e monitoraggio dei requisiti di capitale, gli indicatori di liquidità di breve/lungo periodo, il monitoraggio dei piani di risanamento e la possibilità di attivare strumenti macroprudenziali armonizzati e non armonizzati a livello europeo<sup>5</sup>.

Nell'ambito del secondo vengono meglio specificati e rafforzati i compiti riguardanti su correttezza e trasparenza dei comportamenti degli operatori, con l'obiettivo di monitorare - prevenire se possibile, contrastare se necessario - attività, prassi, processi, prodotti, servizi che possono compromettere l'efficienza e l'integrità dei mercati o indebolire il sistema delle tutele per investitori e consumatori. Queste ultime affidate ad una vigilanza estesa a produttori e distributori collocata nel filone della *product governance*.

Le anomalie in questi ambiti, riconducibili a violazioni delle regole di condotta, spesso anticipano le possibili alterazioni dei riscontri gestionali e le conseguenti risalite in termini di criticità microprudenziali, che a loro volta possono innescare dinamiche di valenza sistemica. La capacità di intercettare per tempo tali anomalie è legata alla messa in campo di approcci di vigilanza su *governance*, pratiche gestionali e sistema dei controlli interni caratterizzati da strumenti, competenze, interlocuzioni, modalità di intervento e tempistiche diverse da quelle che attivano le misure macroprudenziali sulle banche previste a livello europeo.

**3.3** La recente ridefinizione dell'assetto istituzionale delle Autorità europee di settore posto in consultazione<sup>6</sup> contiene alcune prime frammentarie risposte alle problematiche appena richiamate. Un percorso particolarmente complesso e dagli esiti ancora incerti, come dimostrano le reazioni di *stakeholder* ed Autorità.

Se da un lato le soluzioni organizzative prospettate pongono le basi per una maggiore efficienza operativa dell'ESA<sup>7</sup>, dall'altro permangono perplessità sul versante della loro efficacia. Non appaiono infatti ancora in grado di segnare un significativo cambio di passo nella direzione auspicata per un rafforzamento della vigilanza su regole di condotta e tutele in vista della *Capital Markets Union* (CMU), a complemento del *Single Supervisory Mechanism* (SSM) attivato nel 2014 presso la BCE nell'ambito del progetto per l'Unione Bancaria.

Certamente non aiutano in tal senso sia la scelta di ridisegnare "il nuovo" partendo dalle preesistenti EBA EIOPA ed ESMA fortemente caratterizzate da un'impostazione per operatori, sia una distribuzione dei compiti all'interno dell'ESA molto disomogenea ed incompleta<sup>8</sup>. Nel complesso poco adatta ad esprimere una vigilanza tipo proattivo specializzata per

<sup>5</sup> Quali il Counter Cyclical Capital Buffer e il Systemic Risk Buffer tra i primi ed il loan-to-value ratio, il loan-to-income ratio ed il debt service-to-income ratio tra i secondi. Le misure adottate sono riportate periodicamente dalla Banca d'Italia nel "Rapporto sulla stabilità finanziaria".

<sup>6</sup> Working document della Commissione Europea dedicato alla "Public Consultation on the Operations of the European Supervisory Authorities", marzo-maggio 2017.

<sup>7</sup> Tra i passaggi più significativi al riguardo si segnalano il conferimento di personalità giuridica alle Autorità che lo compongono, un "comitato esecutivo" con rafforzata capacità decisionale e membri permanenti, decisioni operative assunte dal Consiglio delle Autorità di Vigilanza di cui fanno parte le NCA, maggiori risorse e nuove modalità di votazione e finanziamento.

<sup>8</sup> Con qualche semplificazione, per l'EIOPA si prevedono compiti di tipo prudenziale nell'ambito della validazione dei modelli per il calcolo dei requisiti patrimoniali, per l'EBA nuove competenze di tipo prudenziale sulle banche con il potere di sospendere l'applicazione di

attività/processi/ piattaforme, capace di definire priorità e linee d'azione in presenza di dinamiche che, come ricordato, stanno rendendo più incerti i confini tra le attività svolte dai diversi attori, tradizionali e nuovi, e con modalità spesso molto differenti e trasversali rispetto ai contesti nazionali ed operativi.

Dalle risposte sul ruolo di coordinamento affidato all'ESA - per tracciare le priorità da sottoporre al "Consiglio delle Autorità di Vigilanza" - emergono chiare indicazioni per il conferimento di maggiori deleghe alle NCA, per il prezioso contributo che possono fornire alla pronta identificazione delle potenziali vulnerabilità ed ai conseguenti orientamenti di vigilanza, attingendo alle esperienze maturate sul campo.

Un'approfondita conoscenza delle problematiche che gli *stakeholder* (consumatori, investitori ed operatori) sono chiamati ad affrontare nel contesto in cui operano è indispensabile anche per una rigorosa valutazione delle coerenze e delle compatibilità da cui partire per una corretta declinazione della proporzionalità, del potere di proibire e per attivare processi di convergenza flessibili e praticabili, non condizionati da forzature alla ricerca di soluzioni "one fits all".

Con riferimento ai percorsi che disegnano la *governance* non si può che concordare con quanti auspicano una riduzione dell'elevata complessità dei passaggi che portano all'approvazione di orientamenti e decisioni, al fine di ottimizzare i tempi di risposta.

Infine è interessante segnalare che alla domanda sulla possibile architettura, la metà degli interpellati non risponde perché ritiene che non esista un assetto ottimale. Nella restante metà prevale un sostanziale consenso sull'attribuzione dei compiti assegnati alle tre Autorità ed un orientamento negativo in merito alla prospettiva di adottare un modello *twin-peaks*; anche EBA ed EIOPA si sono pronunciate in tal senso. Al contrario si pronunciano a favore di un approccio che distingue in modo netto la vigilanza prudenziale da quella sulle *conduct of business* gli *stakeholder* dell'industria finanziaria, l'accademia e le associazioni dei consumatori, ritenendolo più adatto alle connotazioni che stanno assumendo da qualche tempo i mercati finanziari *retail* europei ed in grado di esprimere un modello di vigilanza integrato, che favorisce sinergie ed economie di scala indispensabili per eliminare le incongruenze e le duplicazioni già sperimentate in passato.

A questo punto è difficile prevedere in che misura si terrà conto degli esiti della consultazione. Sulle tematiche più controverse potrebbe mancare il tempo per arrivare a soluzioni condivise<sup>9</sup>. E' comunque evidente che la complessità del contesto hanno già di fatto passato il testimone alle NCA, chiamate ad avviare una rilettura attenta dei rispettivi assetti per una vigilanza più rigorosa a presidio delle finalità e per portare ai cantieri ancora aperti in Europa la testimonianza delle diverse esperienze, competenze e specificità nazionali.

#### 4. Possibili evoluzioni del nostro "twin peaks"

**4.1.** Nel nostro paese l'assegnazione dei ruoli di vigilanza sul comparto finanziario è la risultante di un processo di normazione non lineare che si è stratificato nel tempo attraverso un'opera di legiferazione a favore di entità amministrative già dotate di un potere di regolamentazione e di controllo, in risposta all'insorgere di problematiche nuove in ambiti specifici del sistema finanziario. Un percorso che ha contribuito a delineare un quadro caratterizzato da forme organizzative ed attribuzioni di poteri alle diverse Autorità tra di loro poco coerenti, incerte, spesso generiche.

Se ne trova traccia nel TUF, i cui sviluppi sono stati a loro volta segnati dagli aggiustamenti resi necessari a valle dell'evoluzione del quadro normativo europeo. In apertura della parte seconda, che disciplina i poteri di vigilanza, troviamo chiari rimandi agli *overarching principles* tra gli obiettivi a cui deve essere improntata tale attività: salvaguardia della fiducia, stabilità, buon funzionamento e competitività del sistema finanziario, rafforzamento della tutela degli investitori, necessità di agevolare innovazione e concorrenza.

Segue l'assegnazione dei compiti a Banca d'Italia e Consob, accompagnata dall'invito ad operare in modo coordinato per "ridurre al minimo gli oneri sui soggetti abilitati" e ad adottare un protocollo d'intesa che definisca compiti e modalità di svolgimento degli stessi secondo il "criterio della prevalenza" e regoli gli "scambi informativi" (art.5). Lo sviluppo degli articoli successivi, dedicati alla attribuzione di strumenti e poteri (regolamentari, informativi, d'indagine e di intervento), lascia aperta la traduzione in prassi di "proporzionalità" e "prevalenza".

Le ambiguità che si colgono alla ricerca della coerenza tra obiettivi, assegnazione di compiti, attribuzione di competenze e declinazione dei poteri (regolamentari, informativi e di intervento) alla luce dei cambiamenti che stanno ridisegnando il sistema finanziario non possono più essere superate con un generico riferimento alle rispettive "competenze ... sentita" l'altra Autorità<sup>10</sup>.

---

regulatory requirements ("no-action letters"), vigilanza sullo shadow banking e sul sistema dei pagamenti, mentre all'ESMA vengono conferite competenze estese a normativa e vigilanza su prospetti di emittenti EU, Fondi comuni armonizzati, Controparti Centrali, fornitori servizi di comunicazione dati, indici di riferimento, valutazione operatività con paesi Terzi; sono inoltre confermate quelle su Agenzie di Rating e fornitori di servizi comunicazione dati.

<sup>9</sup> Si sta ancora discutendo, ad esempio, sulla composizione degli organi collegiali per accelerare i processi di mediazione, sulla eventuale attribuzione di pesi differenziati ai diritti di voto delle NCA per scelte che riflettano maggiormente l'importanza relativa dei singoli mercati all'interno della CMU e sulla distribuzione degli oneri per il finanziamento dell'ESA.

<sup>10</sup> Si ricorda che l'articolo 5 affida alla Banca d'Italia "il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari"; alla Consob "la trasparenza e la correttezza dei comportamenti". L'articolo 7bis segnala che la Banca d'Italia è competente "per quanto riguarda la stabilità dell'insieme e di una parte del sistema finanziario", mentre la Consob per "la protezione degli investitori, l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci".

L'esperienza insegna che ad una elusiva definizione della prevalenza si accompagnano spesso interpretazioni conservative in autotutela della proporzionalità, con conseguente aumento degli adempimenti di *compliance* per gli operatori ed incerti riscontri in termini di efficacia e trasparenza nei momenti in cui si manifestano conflitti tra finalità<sup>11</sup>.

Si impone quindi una rilettura del nostro "ibrido *twin peaks*" (per operatori e finalità), per trovare una definizione di ruoli e responsabilità più coerente con una declinazione della prevalenza traguardata sulle finalità, con l'obiettivo di rendere più trasparenti la scala delle priorità e la gerarchia delle responsabilità, eliminando così anche costose sovrapposizioni e zone di incerta attribuzione.

**4.2** Per indagare un possibile percorso, è utile ricordare innanzitutto il ruolo della vigilanza di Banca d'Italia sui risvolti macro e microprudenziali (contenimento dei rischi sistemici, sana e prudente gestione) delle attività di intermediazione creditizia e assicurativa (a cui si potrebbero aggiungere i fondi pensione) e sistema dei pagamenti.

Crea invece qualche ambiguità interpretativa, in coerenza con il criterio della prevalenza, l'articolo 6 del Tuf sui poteri regolamentari che affida alla Banca d'Italia, sentita la Consob, anche la disciplina degli obblighi in capo a Sim, Sgr, Oicr, Sicav e soggetti abilitati alla "prestazione dei servizi e delle attività di investimento e alla gestione collettiva del risparmio" in dettagliati ambiti gestionali, quali il governo societario, l'organizzazione, la contabilità, i controlli, le politiche retributive ed incentivanti.

Come sollecitano gli orientamenti ad una rigorosa vigilanza sulla *product governance*, questi sono ambiti molto prossimi a quelli che, secondo prassi che si vanno consolidando, rientrano nel perimetro delle Autorità di Mercato per una attenta vigilanza nel continuo su trasparenza e correttezza delle condotte lungo tutta la filiera di generazione del valore dei medesimi operatori<sup>12</sup>, finalizzata a rafforzare la disciplina del mercato, a promuovere e valorizzare le innovazioni e ad accrescere le tutele per investitori e consumatori orientandoli nel continuo a scelte consapevoli e responsabili attraverso una accurata valutazione delle rispettive *risk percepton* e *risk capacity*. In aggiunta ad una rigorosa traduzione in prassi del potere di proibire<sup>13</sup>.

Siamo quindi in presenza di strumenti che insistono su operatori ed aree di indagine che si sovrappongono, a supporto di finalità diverse ma, come già detto, con modalità che sotto molti profili si vanno differenziando per tipologie di approccio ed interlocuzione, competenze e cadenze temporali, sotto la spinta delle dinamiche del contesto.

Alla luce di quanto sin qui osservato, una rigorosa applicazione del criterio della prevalenza suggerisce come primo passo la riconduzione nella sfera delle competenze Consob della vigilanza su regole di condotta e trasparenza degli emittenti e di tutti gli operatori attivi nella prestazione dei servizi di investimento, nella gestione del risparmio e sui mercati (quindi anche su Banche ed Assicurazioni oltre alle Sim, Sgr, Oicr, Fondi di investimento, pensione...). In aggiunta alle problematiche riguardanti la tutela di risparmiatori ed investitori.

Tra le implicazioni di una ridefinizione dell'attuale assetto nella direzione indicata va segnalata innanzitutto la necessità di affrontare le ricadute organizzative, compresa la valutazione delle risorse e delle competenze da riallocare in coerenza con i nuovi ruoli; passaggio non banale, ma praticabile nonostante la diversa natura delle due istituzioni.

Anche se il ridisegno prospettato non riduce formalmente le Autorità di riferimento, una più precisa definizione dei compiti figura tra le precondizioni per costruire utili interlocuzioni di tipo proattivo con gli operatori, partendo da un arricchimento delle competenze maturate applicando il tessuto regolamentare, su trasparenza e condotte, trasversalmente ad attività e processi simili che stanno caratterizzando attori diversi, sia all'interno che fuori dai perimetri tradizionali. Con riscontri positivi non solo frutto di una vigilanza più equilibrata, focalizzata ed efficace (tempi più brevi, esiti più trasparenti e mirati), ma anche della possibilità di attivare una regolazione *light* ed una più equilibrata interpretazione della proporzionalità.

Nel complesso ne uscirebbe rafforzato anche il ruolo dei protocolli di collaborazione tra le Autorità nella misura in cui, ridimensionata la necessità di regolare deleghe operative o ruoli di supplenza, fosse valorizzato lo spazio per momenti di confronto finalizzati a coordinare gli interventi per intercettare per tempo i rischi presenti nelle dinamiche del sistema finanziario, da cui far discendere piani di vigilanza e strutturare scambi informativi che rafforzino la resilienza dell'intero sistema, semplificando al contempo gli adempimenti in capo ai soggetti vigilati.

**4.3** Sempre che non si ritenga praticabile nel breve, come sarebbe più razionale, avviare una radicale semplificazione dell'assetto attuale con la riconduzione di tutte le attività di vigilanza - svolte da Agenzie specializzate per operatori, prodotti,

<sup>11</sup> La crisi ha segnalato le potenziali criticità indotte da una declinazione lacunosa dei ruoli con specifico riferimento alle finalità. Ne sono testimonianza gli atti dell'indagine conoscitiva della Commissione Finanza e Tesoro del Senato della Repubblica sul sistema bancario e finanziario italiano e la tutela del risparmio (Documenti conclusivo, seduta del 9 febbraio 2017).

<sup>12</sup> Tra i profili gestionali monitorati si trovano normalmente gli orientamenti strategici di posizionamento competitivo, la loro traduzione in piani ed in innovazioni di processo e di prodotto, i sistemi incentivanti, le pratiche commerciali ed il sistema dei controlli interni.

<sup>13</sup> Vittorio Conti, "How can Behavioural Economics Be Used to Support Confident and Informed Decision Making by Retail Investors?", in "Emerging Risks Roundtable", IOSCO Board Meeting, Montreal, 18 June 2013.

attività, processi - sotto la responsabilità di un'unica Autorità per l'intero Sistema Finanziario, due sono gli ulteriori passi da compiere per il corretto funzionamento di un assetto *twin peaks* efficace e meno invasivo.

Il primo è imposto di fatto dal rapido ridisegno delle modalità e dei contenuti che accompagnano le nuove forme di intermediazione. In particolare, gli sviluppi caratterizzati da elevata flessibilità operativa in ambiti molto diversificati che stanno contaminando trasversalmente gli operatori tradizionali, sollecitano l'attivazione di un "osservatorio" a conduzione e responsabilità congiunte tra le due Autorità (una sorta di *supervisory sandbox*), per monitorare i cambiamenti in atto. Tra gli obiettivi la ricerca continua del giusto bilanciamento tra focalizzazione delle azioni di vigilanza ed adeguamenti del libro delle regole con un approccio "technology neutral", che garantisca un terreno di gioco livellato per l'operatività sui mercati tradizionali e su quelli digitali; che non intralci quindi i percorsi innovativi e garantisca al contempo livelli di protezione comparabili per gli investitori.

L'ulteriore passo rimanda alla necessità di prevedere un livello superiore. Un *Consiglio* (o *Supervisory Board*), che vigili sulle finalità con ruoli di indirizzo e coordinamento, aperto anche alla partecipazione di Ivass, Covip, Antitrust e delle altre Autorità attive in ambiti che possono condizionarne l'efficacia (*privacy*, trattamento ed integrità dati, tecnologie, piattaforme...). Quindi con un mandato e poteri di intervento a livello nazionale più ampi rispetto a quelli previsti per il "Comitato per le politiche macro-prudenziali" raccomandato dal "Comitato Europeo per il Rischio Sistemico" (CERS/2011/3), di cui dovrebbero far parte le Autorità che operano in ambiti sensibili per i possibili risvolti sulla stabilità finanziaria<sup>14</sup>.

Il monitoraggio sistematico dell'esposizione dell'intero sistema finanziario a vulnerabilità e rischi, indotti da un contesto in rapida trasformazione, è fondamentale per aggiornare l'agenda dei passi da compiere. Tra i compiti dovrebbero figurare: (a) la valutazione degli esiti delle attività di vigilanza affidate alle Autorità di settore, per rafforzarne coordinamento ed efficacia; (b) la traduzione in prassi di "prevalenza" e "proporzionalità", per aggiornare ruoli e responsabilità; (c) la soluzione delle problematiche connesse a potenziali conflitti tra finalità valutando impatti ed esplicitando priorità, anche nell'ambito dell'esercizio del "potere di proibire"<sup>15</sup>; (d) va infine segnalato il prezioso contributo alla definizione di una visione integrata dell'insieme delle problematiche che ruotano attorno al nostro sistema finanziario, da cui partire per dare coerenza e semplificare l'assetto normativo e regolamentare. Un passaggio importante anche per partecipare con autorevolezza al processo di armonizzazione degli approcci di vigilanza in corso a livello europeo e per delineare linee di recepimento attente alle specificità che ci caratterizzano.

**4.4.** A prescindere dall'assetto istituzionale che verrà scelto, i problemi prospettati stanno già chiedendo attenzione per l'avvio di coerenti risposte in una prospettiva oltre il breve periodo, se si vuole evitare che la nostra agenda sia dettata dalle emergenze. Per evitare questa prospettiva è necessario continuare ad impegnarsi anche per rafforzare l'*accountability* delle Autorità con un rigoroso presidio delle relazioni tra (a) indipendenza ed affidabilità (competenze prima delle appartenenze, rispetto del mandato, controllo sulla discrezionalità nell'uso dei poteri...); (b) governance e modelli organizzativi (esplicitazione delle priorità, gestione per obiettivi, autonomia e flessibilità organizzativa, valutazione dei risultati, controlli interni...); (c) risorse e competenze (criteri di selezione, monitoraggio del *gap* tra competenze e fabbisogni, formazione...).

Sarebbe un grave errore sottovalutare la delicata gestione dei profili appena abbozzati, se si vuole evitare di snaturare a livello di una ordinaria amministrazione il prezioso contributo di rigore e competenze che le Autorità indipendenti sono chiamate a dare, per tutelare l'interesse collettivo (di cittadini ed operatori) per un sistema finanziario stabile ed efficiente, al servizio della crescita ed all'altezza delle complesse sfide che le dinamiche del contesto stanno ponendo al perseguimento degli *overarching principles*.

Vittorio Conti

<sup>14</sup> Raccomandazione recepita nell'agosto 2016 con legge che delega al Governo l'istituzione, entro il settembre 2017, di un "Comitato per le politiche macro-prudenziali" presieduto dalla Banca d'Italia.

<sup>15</sup> Gli articoli 40 e seguenti di MIFIR regolano gli ambiti (strumenti, attività e pratiche finanziarie), le condizioni per l'esercizio ("ragionevoli motivi", "timori significativi" per possibili ricadute sulle finalità) ed i ruoli di ABE, ESMA e NCA. Si precisa inoltre che gli interventi devono risultare proporzionati alla luce della natura e della portata dei rischi, per evitare che si trasformino in improprie penalizzazioni per investitori e partecipanti al mercato.



# RISK MANAGEMENT MAGAZINE

Anno 14, numero 1

Gennaio – Aprile 2019

Poste Italiane - Spedizione in abbonamento postale – 70% aut. DCB / Genova nr. 569 anno 2005

TESTATA INDIPENDENTE CHE NON PERCEPISCE CONTRIBUTI PUBBLICI (legge 250/1990)

## IN QUESTO NUMERO

### ARTICOLI A CARATTERE DIVULGATIVO

**3**

Appunti sul riassetto delle Autorità su intermediari e mercati finanziari  
di Vittorio Conti

**9**

Il processo di software selection: rischi e opportunità  
di Paolo Raviola

### ARTICOLI A CARATTERE SCIENTIFICO (sottoposti a referaggio)

**13**

The Margin of Conservatism (MoC) in the IRB approach: defining and measuring the general estimation error?  
di Franco Varetto e Silvio Cuneo

**21**

La determinazione del fair value di opzioni su valuta impiegando funzioni a base radiale: un'applicazione al framework di pricing di Garman-Kohlhagen  
di Simone Fioribello e Pier Giuseppe Giribone

### Risk Management Magazine

Anno 14, n° 1 Gennaio - Aprile 2019

#### Direttore Responsabile:

Maurizio Vallino

#### Condirettore

Corrado Meglio

#### Consiglio scientifico

Giampaolo Gabbi (Direttore del Consiglio Scientifico), Ruggero Bertelli, Paola Bongini, Anna Bottasso, Marina Brogi, Ottavio Caligaris, Rosita Coccozza, Simona Cosma, Paola Ferretti, Andrea Giacomelli, Adele Grassi, Pier Giuseppe Giribone, Valentina Lagasio, Duccio Martelli, Laura Nieri, Pasqualina Porretta, Anna Grazia Quaranta, Francesco Saita, Enzo Scannella, Cristiana Schena, Giuseppe Torluccio.

#### Comitato di redazione

Emanuele Diquattro, Fausto Galmarini, Igor Gianfrancesco, Rossano Giuppa, Aldo Letizia, Paolo Palliola, Enzo Rocca, Fabio Salis

#### Vignettista: Silvano Gaggero

#### Proprietà, Redazione e Segreteria:

Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers (AIFIRM), Via Sile 18, 20139 Milano

Registrazione del Tribunale di Milano n° 629 del 10/9/2004

ISSN 2283-7329

E-mail: [amministrazione@aifirm.it](mailto:amministrazione@aifirm.it); Tel. 389 6946315

Stampa: Algraphy S.n.c. - Passo Ponte Carrega 62-62r 16141 Genova

**Le opinioni espresse negli articoli impegnano unicamente la responsabilità dei rispettivi autori**

SPEDIZIONE IN ABBONAMENTO POSTALE AI SOCI AIFIRM  
RESIDENTI IN ITALIA, IN REGOLA CON L'ISCRIZIONE

Rivista in stampa il 2 Aprile 2019



Rivista accreditata AIDEA