

**GUIDA ALLA FINANZA**

# Mercati finanziari: come e perché regolare l'intermediazione del risparmio e a cosa servono le Authority di vigilanza

di **Luca Filippa**

L'intervento dello Stato nell'economia trova la sua base teorica nella necessità di correggere le imperfezioni del mercato e di affrontare le questioni distributive.

Da questa premessa discendono **tre obiettivi primari**:

- perseguire la stabilità economica
- garantire l'equità nella distribuzione delle risorse
- massimizzare l'efficienza nella loro allocazione

## **Il ruolo del sistema finanziario**

Il sistema finanziario, in particolare, riveste un ruolo chiave nel collegare il risparmio delle famiglie al finanziamento delle imprese, posizionandosi come un elemento essenziale nel processo di sviluppo economico. La sua regolamentazione richiede un quadro normativo più rigoroso rispetto ad altre attività economiche, principalmente per evitare che le inefficienze del settore finanziario (credito, assicurazioni, mercati di strumenti finanziari) si diffondano ad altri settori, minando il funzionamento complessivo dell'economia.

Dagli obiettivi indicati discendono **modalità di intervento e aree di attenzione** non sempre sovrapposte e a volte anche confliggenti, che determinano l'opportunità di più



soggetti incaricati delle funzioni di regolamentazione e vigilanza, finalizzate ad assicurare la stabilità del sistema finanziario e degli intermediari che vi operano, a garantire la trasparenza delle informazioni disponibili, a controllare la correttezza dei comportamenti degli intermediari e a favorire condizioni di concorrenza nella prestazione dei servizi finanziari.

## **I tre approcci per i modelli di regolamentazione e vigilanza**

Dal punto di vista teorico, i **modelli di regolamentazione e vigilanza** possono essere distinti in **tre approcci**: la vigilanza per soggetti,

quella per attività e quella per finalità. Il progresso tecnologico ha profondamente modificato il funzionamento di intermediari e mercati (si pensi solo al funzionamento dei mercati telematici per la negoziazione degli strumenti finanziari o alle possibilità di fruire di servizi bancari e finanziari online) rendendo più sfumate le distinzioni tra i soggetti, favorendo l'affermazione di modelli di vigilanza per finalità, dove le medesime entità possono essere vigilate da diverse autorità responsabili per la stabilità, la trasparenza e la concorrenza.

In collaborazione con

### Number of Insider Buy/Sell Filings Ratio

www.secform4.com



La SEC registra tutte le operazioni sugli acquisti e le vendite da parte degli insider. L'autorità di vigilanza americana impone agli "insider" di una società (i dirigenti e manager, oltre agli azionisti con una quota superiore al 10%) di comunicare, compilando appositi moduli, tutte le volte che modificano la quantità di titoli della società da loro detenuta. Queste informazioni hanno un ruolo fondamentale per la trasparenza del mercato. Le decisioni degli insider riguardo alla vendita e, soprattutto, agli

acquisti di azioni della propria azienda sono anche una guida per gli investitori, visto che gli insider conoscono meglio di chiunque altro le prospettive aziendali. Perciò i dati come quelli riportati nel grafico sono monitorati dagli investitori. Gli insider, naturalmente, devono operare sulla base di informazioni disponibili a tutti, piuttosto che riservate: in questo secondo caso si tratta di un comportamento illegale, che in USA è punito con molti anni di carcere e multe pesantissime.

Fonte: Insider Transactions Ratio - Corporate Insider Buy Sell Ratios (secform4.com)

### Il modello ibrido italiano

Osservando la realtà italiana, questa situazione ha portato all'evoluzione verso un modello ibrido, dove ad autorità responsabili del comportamento di specifici soggetti (Covip, Commissione di Vigilanza per i Fondi Pensione; Ivass, Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni) se ne affiancano altre responsabili delle finalità (Banca d'Italia, stabilità di banche, società di intermediazione mobiliare, società di gestione del risparmio; Consob, trasparenza di società quotate e strumenti finanziari quotati e correttezza del comportamento degli intermediari finanziari; Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato, assicurazione della presenza di condizioni concorrenziali).

Le autorità di vigilanza sono di solito caratterizzate da indipendenza organizzativa e operativa, dotate di modalità di finanziamento che sempre più spesso sono basate su meccanismi di contribuzione che incidono sui soggetti vigilati e di un proprio status giuridico del personale. Il raccordo con il sistema politico si manifesta nei poteri di nomina dei vertici e nella redazione di relazioni periodiche in cui le singole autorità danno conto dell'attività svolta nei confronti delle aree di competenza e dei soggetti vigilati.

### L'armonizzazione dell'Unione Europea

A partire dalla fine del ventesimo secolo l'affermarsi della dimensione internazionale nell'attività di operatori e mercati finanziari, agevolata dalle innovazioni della tecnologia che hanno progressivamente svincolato le modalità di investimento dalla collocazione geografica, ha portato l'Unione Europea a dedicare un'attenzione specifica all'integrazione dei mercati finanziari dei Paesi membri, che ha visto in atto nel settore finanziario un obiettivo di armonizzazione che ha superato per rilevanza gli interventi in campo industriale e agricolo che avevano caratterizzato gli anni della seconda metà del secolo scorso. Accanto ai tradizionali principi di

libertà di stabilimento e libertà di prestazione, si sono affermati quelli dell'**armonizzazione delle regole** e del **mutuo riconoscimento**, che hanno progressivamente **abbattuto le barriere** che contenevano l'operatività finanziaria entro i confini

nazionali, favorendo il rafforzamento dimensionale degli operatori, la loro operatività in più contesti nazionali e la nascita di gestori di mercati borsistici operativi in diverse realtà nazionali (si pensi a Euronext e Nasdaq Europe).

## Il post 2007

Anche a seguito della crisi finanziaria del 2007, ne è seguita la parallela affermazione di un **ulteriore livello di regolamentazione e vigilanza**, dove a soggetti dotati di poteri di intervento diretti (la Banca Centrale Europea, responsabile della vigilanza di oltre cento banche significative situate nei Paesi dell'area euro) si affiancano autorità responsabili di garantire un quadro unico di norme armonizzate all'interno dell'Unione Europea (EBA, autorità bancaria europea; ESMA, autorità europea per i mercati di strumenti finanziari; EIOPA, autorità europea per assicurazioni e fondi pensione).



Luca Filippa

È Direttore generale della CONSOB, l'autorità italiana di vigilanza del mercato azionario. Filippa, nato nel 1962, ha una formazione statistico-economica e ha ricoperto incarichi di vertice in Borsa Italiana e London Stock Exchange, soprattutto in ambito di ricerca e analisi, compresa la elaborazione e produzione di indici dei mercati azionari.