

RIASSUNTO

La tesi sviluppa un'analisi comparata dei costi della regolamentazione e dei sistemi di finanziamento delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari in Italia, Francia, Spagna, Germania e Regno Unito.

Queste analisi sono strumentali al fine di argomentare e discutere quale sia il modello di regolamentazione più efficiente.

Il tema affrontato si inserisce pertanto nel dibattito sui modelli di regolamentazione e vigilanza dei mercati finanziari, divenuto attualmente uno degli argomenti maggiormente esaminati. Negli anni ultimi anni diversi paesi hanno introdotto numerose riforme che hanno trasformato profondamente l'architettura della regolamentazione e della vigilanza, determinando in alcuni casi l'abbandono dei vecchi schemi di regolazione e l'introduzione di nuovi modelli come il regolatore unico. Questi recenti avvenimenti hanno fatto nuovamente risaltare una problematica a cui spesso si è cercato di rispondere, vale a dire se esista un modello ottimale a cui conformarsi.

In questo lavoro verrà dunque affrontata questa problematica, partendo dall'analisi dei costi della regolamentazione o meglio, per coerenza e esigenze di uniformità, dall'analisi dei costi diretti, vale a dire i costi sostenuti dalle *authorities* e dalla collettività per consentire l'effettivo funzionamento delle attività di vigilanza e regolamentazione.

La quantificazione dei costi verrà stimata attraverso lo studio dei bilanci delle autorità e banche centrali, qualora si occupino della vigilanza, e le considerazioni derivanti verranno fatte raffrontando i sopradetti paesi europei.

La ragione che ha spinto ad approfondire i costi della regolamentazione è la strumentalità all'approfondimento del dibattito sul modello ottimale, mentre la motivazione sottesa alla tematica di fondo è legata all'importanza data alla ricerca di un sistema di regolamentazione e vigilanza efficiente.

I risultati ottenuti dall'analisi empirica dei costi della regolamentazione fra i paesi raffrontati verranno dunque impiegati per il seguente dibattito sui modelli e, nello specifico, saranno contestati.

Gli stessi paesi verranno poi confrontati sotto un'altra prospettiva: il finanziamento delle autorità.

Questa tematica permette di analizzare le diverse modalità adottate nei paesi e di argomentare quale sia la forma di finanziamento in grado di garantire con maggiore efficacia l'indipendenza, l'autonomia e la neutralità delle *authorities*.

Anche per questo argomento saranno esaminati i bilanci delle autorità e in particolare verrà confrontata la natura delle entrate e il loro importo, poiché quest'ultime contengono informazioni rilevanti sulla fonte di finanziamento.

Si è deciso di trattare la tematica del finanziamento per due distinte ragioni. La prima motivazione è che negli ultimi anni vi sono stati radi contributi teorici che hanno approfondito questo argomento, mentre la seconda motivazione concerne l'incidenza del problema del finanziamento sull'indipendenza delle *authorities*.

Sarà interessante notare che, nonostante il finanziamento misto venga prospettato come forma preferibile, tra i paesi confrontati, solo in Italia per alcune autorità è presente questa modalità di finanziamento.

Il lavoro è articolato in quattro capitoli. Nel primo capitolo vengono approfondite le origini e le caratteristiche proprie delle autorità indipendenti, i diversi modelli di vigilanza nei mercati finanziari e un'analisi dettagliata verterà sui pro e contro di questi ultimi.

In sostanza dall'analisi dei modelli si deduce che in "astratto" non è possibile individuare un modello "ottimale" adottabile nei diversi paesi poiché ogni approccio presenta sia vantaggi che svantaggi.

Ad esempio il modello del regolatore unico, quando è adeguatamente strutturato, permette di realizzare economie di scala, una maggiore efficienza nell'organizzazione dell'attività di regolamentazione, una maggiore efficacia e semplificazione, minori incongruenze o lacune nell'attività di sorveglianza e di conseguenza una riduzione

dei costi della regolamentazione e dei contributi che i soggetti regolati sono tenuti a versare.

Tuttavia sebbene siano molteplici i vantaggi associati al modello, la sua validità dipende dall'organizzazione interna infatti, se le diverse aree di competenza non sono strutturate e coordinate in maniera adeguata, il modello incorre in inefficienze e pertanto, eventuali inadeguatezze nella struttura organizzativa e l'incapacità di gestire tutto il mercato potrebbe aggravare gli svantaggi associati al modello, come le diseconomie di scala, i conflitti di interessi fra i diversi obiettivi della regolamentazione (Herring e Carmassi 2008), i problemi di funzionamento ed efficienza, un eccesso di regolamentazione e pertanto il risultato sarebbe un'inefficienza regolatoria e un aumento dei costi.

Gli altri modelli, come quello istituzionale, per “finalità”, per “funzioni” e per “attività” presentano anch'essi vantaggi e svantaggi e pertanto non è possibile determinare *a priori* qual è il modello più efficiente.

In aggiunta i modelli di vigilanza presenti in Europa e in particolare, in Francia, Spagna, Germania, Regno Unito e Italia, sono abbastanza eterogenei. Questo mostra che non vi è accordo sullo schema di vigilanza da adottare e che ogni paese ha scelto, in base alla propria legislazione e caratteristiche, il modello ritenuto di volta in volta più idoneo.

Prendendo in considerazione solamente i cinque paesi sopra citati, i modelli al momento in vigore sono: il modello del regolatore unico per la Germania e il Regno Unito, il modello “per soggetti” per la Spagna e un modello “misto” per l'Italia e la Francia.

Nel secondo capitolo sono presentate nel dettaglio le singole autorità sui mercati finanziari in Italia: Banca d'Italia, Consob, Isvap e Covip.

In particolare da un lato vengono descritte le origini, le competenze e i poteri e dall'altro i costi e le modalità di finanziamento, con l'utilizzo di dettagliate tabelle rielaborate dalle relazioni annuali. Dall'analisi delle diverse autorità e dallo studio accurato dei costi e delle modalità di finanziamento si ricavano alcune riflessioni.

Per prima cosa emerge la difficoltà nel calcolare i costi di vigilanza sostenuti dalla Banca d'Italia. Questa problematica si riscontrerà per tutte le banche centrali, poiché mancano informazioni dettagliate riguardo i costi sostenuti per l'attività di vigilanza. Questo dimostra che vi è poca trasparenza su un'attività che al contrario dovrebbe essere resa pubblica.

In secondo luogo dall'analisi dei bilanci si evince che in Italia due autorità, seppur con modalità differenti, sono finanziate sia dallo Stato che dal mercato di competenza. Queste considerazioni non possono essere estese alla Banca d'Italia perché il meccanismo di finanziamento non è equiparabile a quello delle altre autorità. Con riferimento alla banca centrale si suole anche parlare di finanziamento occulto, perché non è possibile individuare un finanziatore specifico e pertanto, l'attività di vigilanza viene finanziata attraverso le rendite nette conseguite dalla banca.

Concorrono alla formazione delle rendite nette: gli interessi, il risultato netto da operazioni finanziarie e da partecipazione, tariffe e commissioni e il reddito monetario. Per reddito monetario si intende l'insieme dei redditi derivanti dall'emissione di moneta o meglio secondo l'articolo 32 comma 1 dello Statuto del SEBC è *“il reddito ottenuto dalle Banche centrali Nazionali nell'esercizio delle funzioni di politica monetaria del Sistema Europeo delle Banche Centrali”*.

Quanto esposto verrà evidenziato anche per le banche centrali presenti negli altri paesi europei confrontati e pertanto, invita a chiedersi se sia giusto che l'attività di vigilanza svolta dalle banche centrali sia poco trasparente.

Nel terzo capitolo viene effettuata un'analisi, simile a quella realizzata nel secondo, sulle autorità che vigilano sui mercati finanziari nel Regno Unito, Germania, Francia e Spagna.

L'analisi evidenzia da un lato le competenze, la struttura e i poteri e dall'altro i costi sostenuti e l'ammontare delle entrate riscosse dalle diverse autorità.

I costi e le entrate sono inserite in dettagliate tabelle elaborate sulla base delle relazioni annuali pubblicate dalle *authorities*. Questa indagine dettagliata ha

permesso di mettere in evidenza le diversità fra i paesi riguardo il numero delle autorità e il modello di vigilanza vigente. Ad esempio in Germania e nel Regno Unito è presente il modello del regolatore unico o meglio in Germania è stato istituito un *single regulator* impuro, mentre nel Regno Unito un *single regulator* puro¹, in Spagna è vigente il modello “per soggetti” e in Italia e in Francia, un modello “misto”, con caratteristiche del modello “per finalità” e di quello “per soggetti”.

Lo studio dei bilanci ha permesso di rilevare i costi sostenuti dalle autorità e le modalità di finanziamento adottate, permettendo così l’analisi comparata presente nell’ultima parte del lavoro.

Per quanto riguarda le spese viene messo in risalto il costo sostenuto per il personale poiché questo rappresenta, per tutte le autorità analizzate, almeno il 60% delle uscite totali, mentre dall’analisi delle entrate emerge che tutte le autorità, eccetto le banche centrali per le quali il discorso è uguale a quello fatto per la Banca d’Italia, sono finanziate solamente dai contributi dei soggetti vigilati e pertanto, il finanziamento è privato.

Nel quarto e conclusivo capitolo sono stati rielaborati i dati messi in risalto nei precedenti capitoli per un’indagine comparata sui costi della regolamentazione e sulle modalità di finanziamento nei paesi presi a raffronto.

In conclusione i dati ottenuti e alcune considerazioni sollevate sono state dibattute al fine di giustificare l’inesistenza di un modello di vigilanza ottimale.

In sostanza, per quanto concerne i costi della regolamentazione è necessario innanzitutto spiegare quali sono i costi che vi rientrano e indicare quali verranno presi in considerazione.

I costi della regolamentazione possono essere distinti in:

1. **costi diretti:** quelli sostenuti dalle autorità e dalla collettività per garantire il funzionamento delle autorità;

¹ Con l’espressione “*single regulator* puro” si intende che l’autorità è competente su tutti i settori e nei confronti di tutti gli intermediari e pertanto, alla banca centrale non è affidato nessun compito di vigilanza; mentre al “*single regulator* impuro”, uno o più settori sono affidati ad autorità esterne. Ad esempio in Germania, la Banca centrale vigila insieme al *single regulator* sul settore bancario.

2. **costi indiretti o di “compliance”**: quelli che i soggetti vigilati sostengono per realizzare tutte quelle attività che non si sarebbero rese necessarie in assenza della regolamentazione;
3. **“distorsion costs”**: quei costi che, spesso senza effetti immediati in termini monetari, vengono stimati come impatti negativi sul funzionamento del mercato. Tra questi ultimi possono essere menzionati quelli derivanti dalla riduzione della concorrenza, dall'imposizione di comportamenti uniformi alle imprese, dal *moral hazard*, dalla costituzione di mercati che non si sarebbero mai formati in assenza della regolamentazione.

In questo lavoro l'analisi verterà solo sui **costi diretti**, poiché i **costi di “compliance”** e i **“distorsion costs”**, sebbene siano essenziali per un'analisi completa e raffinata dei “costi della regolamentazione”, sono di difficile osservazione e quantificazione e le tecniche usate per calcolarli, come la somministrazione di questionari alle imprese e i modelli econometrici, presentano dei limiti (Piatti 2010).

Sono stati scelti i **costi diretti** perché sono quantificabili attraverso i dati di bilancio e permettono di analizzare anche l'intervento dei soggetti vigilati e dello Stato, quando questi ultimi partecipano al finanziamento.

In sostanza, dai bilanci verranno prese in considerazione le spese e le entrate totali e in particolare, il confronto del costo della regolamentazione verrà fatto attraverso il raffronto del costo medio annuo del personale. Questo costo, essendo ricavato dalle spese totali sostenute per il personale, vale a dire la quota principale dei costi diretti, definisce il costo complessivo sostenuto da ogni singola autorità per salariato e rende pertanto l'analisi omogenea.

Il costo medio annuo del personale riferito ad un paese risulterà dalla somma dei costi medi annui del personale delle varie autorità.

Al contrario il confronto delle modalità di finanziamento, che risulta di più facile analisi rispetto ai costi, è stato realizzato attraverso lo studio delle entrate totali principalmente per sottolineare l'importanza del finanziamento, per delineare la

modalità più efficiente per presidiare l'indipendenza istituzionale e per dare risalto alle scelte fatte dai diversi paesi.

Bisogna evidenziare che quantificare i costi diretti del personale non è così agevole per alcuni paesi e pertanto, sono sorte alcune difficoltà; ad esempio, nei paesi in cui alcuni settori sono controllati dai dipartimenti ministeriali è difficile reperire i dati², poiché questi non producono un rapporto finanziario e di conseguenza risulta arduo reperire le informazioni. Un'ulteriore problematica deriva dalle banche centrali, poiché non specificano il costo del personale addetto alla vigilanza e i risultati, di conseguenza verranno calcolati in base a stime.

Per fronteggiare quest'ultima criticità è stato ipotizzato, per uniformare i dati e avere un confronto omogeneo, che almeno la metà dei dipendenti delle banche centrali siano addetti alla vigilanza.

In ogni caso l'ammontare totale del costo del personale, sostenuto dalle banche centrali per l'attività di vigilanza, non incide ai fini del confronto, poiché, come evidenziato, verrà confrontato il costo medio annuo del personale.

Sulla base delle considerazioni illustrate e dei dati esposti nelle relazioni annuali sono state elaborate quattro tabelle. Le prime due definiscono un quadro generale e descrivono entrate e uscite nel 2009 e nel 2008, mentre le ultime due si focalizzano sulle entrate e dunque le modalità di finanziamento per il 2009 e il 2008.

² In Spagna il settore assicurativo è vigilato dal directorato generale del tesoro e delle finanze.

Tabella: confronto del costo della regolamentazione per l'anno 2009

Anno 2009	Entrate totali (mln €)	Contributi soggetti vigilati (mln €)	Uscite totali (mln €)	Costo del personale (mln €)	Personale	Costo medio annuo del personale (€)
ITALIA						<u>500.124</u>
→ Consob	117,100	87,800	117,100	76,600	578	132.525
→ Isvap	49.869	49.386	51.088	40.410	373	108.337
→ Covip	11.328	5.044	8.420	6.217	73	85.164
→Bancad'Italia	4.875.000	—	2.004.000	654.782	3.761**	174.098
FRANCIA						<u>201.045</u>
→ Amf	51.327	48.229	67.997	35.323	383	92.227
→CB (dal 2009 ACP)	-	-	-	693.500	6.373	108.818
SPAGNA						<u>145.565</u>
→ Cmnv	53.639	51.090	43.215	26.117	406	64.327
→direttorato (del ministero)	*	*	*	*	*	*
→ <i>Banco de España</i> ³	3.201.000	—	447.000	111.500 (vigilanza)	1.372	81.238
U.K						
→ Fsa	349.000	324.400	321.800	208.600	2.643	<u>78.925</u>
GERMANIA						<u>125.871</u>
→ BaFin	139.000	105.900	129.100	89.400	1829	48.879
→ <i>Bundesbank</i>	5.619.000	—	1.473.000	428.460 (vigilanza)	5.565**	76.992

* Dati non disponibili

** A tale risultato vanno aggiunti i costi medi del personale del direttorato

Tabella: confronto del costo della regolamentazione per l'anno 2008

Anno 2008	Entrate totali (mln €)	Contributi soggetti vigilati (mln €)	Uscite totali (mln €)	Costo del personale (mln €)	Personale	Costo medio annuo del personale (€)
ITALIA						<u>502.961</u>
→ Consob	131,700	75,000	121,600	73,200	556	131.654
→ Isvap	48.237	47.214	49.269	39.530	366	108.005
→ Covip	10.504	3.769	8.360	5.432	64	84.875
→Bancad'Italia	2.755.096	—	2.048.605	691.761 (vigilanza)	3.877	178.427
FRANCIA						<u>198.730</u>
→ Amf	68.340	62.051	66.198	34.269	373	91.873
→CB (dal 2009 ACP)	-	-	-	681.000	6.373	106.857
SPAGNA						<u>161.102**</u>
→ Cmnv	61.606	55.638	42.167	28.830	369	78.130
→direttorato (del ministero)	*	*	*	*	*	*
→ <i>Banco de España</i> ⁴	2.573.000	—	452.000	113.505 (vigilanza)	1.368	82.972
U.K						<u>90.864</u>
→ Fsa	401.795	373.474	370.481	240.156	2.489	
GERMANIA						<u>131.848</u>
→ BaFin	136.500	97.700	120.400	81.700	1.716	47.610
→ <i>Bundesbank</i>	7.772.000	—	1.512.000	476.702 (vigilanza)	5.659 11.319	84.238

* Dati non disponibili

**A tale risultato vanno aggiunti i costi medi del personale del direttorato: pertanto il risultato dovrebbe aumentare.

Tabella: confronto delle entrate e dell'entità dei contributi nel 2009

Anno 2009	ITALIA			FRANCIA	SPAGNA	GERMANIA	U.K.
	Consob	Isvap	Covip	Amf	Cmvv	BaFin	Fsa
Entrate totali	117.100	49.869	11.328	51.327	53.639	139.000	401.795
Contributi a carico dei soggetti vigilati (mln €)	87.800	49.386	5.004	48.229	51.090	105.900	373,474
→ % sul totale delle entrate	74,97%	99.03%	44.17%	93.96%	95.24%	76.18%	92.95%
Contributi a carico dello Stato (mln €)	7.900	-	6.049*	-	-	-	-
→ % sul totale delle entrate	6.74%		53.39%				
Altre entrate**	21.400	479	275	3.098	2.549	23.200	28.781

Fonte: mie rielaborazioni dalle relazioni annuali

* L'importo comprende i contributi erogati dagli enti previdenziali

** compresi gli avanzi di amministrazione quando registrati.

Fonte: mie rielaborazioni dalle relazioni annuali

Tabella: confronto delle entrate e dell'entità dei contributi nel 2008

Anno 2008	ITALIA			FRANCIA	SPAGNA	GERMANIA	U.K.
	Consob	Isvap	Covip	Amf	Cmnv	BaFin	Fsa
Entrate totali	131.700	48.237	10.504	68.340	61.606	136.500	379.346
Contributi a carico dei soggetti vigilati (mln €)	75.000	47.214	3.769	62.051	55.638	97.700	348.837
→ % sul totale delle entrate	56,94%	97,87%	35,88%	90,79%	90,31%	71,57%	91,95%
Contributi a carico dello Stato (mln €)	9.800	-	6.340*	-	-	-	-
→ % sul totale delle entrate	6,74%		60,15%				
Altre entrate**	46.900	1.023	395	6.289	5.968	38.800	30.508

Fonte: mie rielaborazioni dalle relazioni annuali

* l'importo comprende i contributi erogati dagli enti previdenziali

** compresi gli avanzi di amministrazione quando registrati.

Fonte: mie rielaborazioni dalle relazioni annuali

I dati presentati nelle prime due tabelle, relative al costo della regolamentazione, porterebbero a giustificare la teoria delle economie di scala e pertanto, a sostenere la superiorità del modello del regolatore unico. Infatti, i dati mostrano che il regolatore unico è in grado di ridurre i costi, poiché il costo medio annuo del personale è inferiore nei paesi che hanno adottato il *single regulator*, vale a dire in Germania e nel Regno Unito.

Le ultime due tabelle si riferiscono alle entrate totali che, mettendo in evidenza l'entità e l'ammontare dei contributi riscossi, definiscono la modalità di finanziamento adottata.

L'analisi del sistema di finanziamento rappresenta un aspetto fondamentale per definire la *governance* delle autorità indipendenti, sia perché alle risorse finanziarie sono associati diritti di controllo sia perché le modalità di finanziamento contribuiscono a determinare il “costo della regolamentazione” e la qualità dell'*output* regolativo.

Questa tematica, sebbene sia stata raramente oggetto di studio, è di indubbia importanza perché rappresenta una delle garanzie a presidio dell'indipendenza che, oltre a manifestarsi attraverso l'autonomia organizzativa, gestionale e contabile⁵ viene garantita attraverso l'indipendenza finanziaria o di bilancio. (Quintyn e Taylor 2002).

Pertanto le fonti di approvvigionamento incidono e possono massimizzare l'indipendenza delle autorità, riducendone la soggezione a indirizzi e controlli esterni. Per quanto concerne le modalità di finanziamento, vi sono sostanzialmente tre diverse forme di finanziamento: il finanziamento pubblico, privato e il finanziamento misto.

Dall'analisi delle diverse forme di finanziamento si individua il finanziamento misto come la modalità più efficiente a presidiare l'indipendenza istituzionale e pertanto, in grado di contenere i punti critici delle altre due forme che sono tra di loro antitetiche (Comandini 2010). In sostanza, se il finanziamento fosse per una parte a carico dello Stato e per un'altra a carico del mercato, si limiterebbe da un lato il controllo

⁵ Cfr. PARTE PRIMA

parlamentare e la dipendenza verso lo Stato e dall'altro si frenerebbe il verificarsi degli effetti negativi derivanti dal finanziamento interamente privato come, la “sovra tassazione” delle imprese, quando l'indipendenza finanziaria si trasforma in potere impositivo, il rischio di cattura, che potrebbe verificarsi in ipotesi estreme quando i meccanismi di tassazione non sono ben congegnati e gli altri effetti discorsivi precedentemente commentati.

Le tabelle, sebbene il finanziamento misto appare la forma più idonea a sovvenzionare le autorità indipendenti, evidenziano che solo in Italia, per la Consob e la Covip, è prevista questa forma di finanziamento infatti, tutte le altre autorità presenti nei paesi confrontati vengono sovvenzionate unicamente dal mercato di competenza, vale a dire dai soggetti vigilati.

In conclusione, le analisi e le considerazioni siffatte spingono a domandarsi quale sia il modello di regolamentazione più efficiente.

Come precedentemente esposto, le considerazioni sui modelli di vigilanza con i connessi pro e contro non sembrano far emergere, almeno “in astratto”, la superiorità di un modello rispetto ad un altro, al contrario i dati presentati nelle tabelle relative al costo della regolamentazione evidenziano la preminenza del modello del regolatore unico. In sostanza i minori costi associati al regolatore unico porterebbero a ritenerlo la *best practice* da seguire.

In realtà per poter stabilire se vi sia un modello “ottimale” non è sufficiente considerare solo il risparmio di costo, ma è necessario per effettuare una valutazione della sua reale funzionalità, valutare sia altri fattori/criteri sia gli effetti concreti che si realizzano, vale a dire i risultati tangibili verificatisi.

Secondo Comandini (2010) per valutare la rilevanza di un modello è necessario valutare più criteri come:

1. il confronto dei rischi fra soluzioni alternative;
2. i rischi di cattura regolatoria;
3. il livello di specializzazione delle AI;
4. la tradizione di gestione amministrativa;

5. la tradizione di gestione amministrativa.

L'approfondimento di questi criteri spinge a preferire soluzioni alternative al modello del regolatore unico ed inoltre gli eventi che si sono verificati negli ultimi anni nel Regno Unito hanno contrassegnato il fallimento della Fsa e la poca credibilità del modello del regolatore unico.

La crisi economica e finanziaria ha messo in dubbio l'efficacia di affidare compiti in contrasto tra loro ad un'unica autorità, poiché tale modello può strutturalmente portare a una sopravvalutazione di una funzione a scapito dell'altra (Napolitano 2010) e pertanto *"the single-regulator model is truly affected by the possible incompatibility among the supervisory objective"* (Di Noia e Di Giorgio 2001).

L'esperienza britannica ne è la prova infatti, la struttura della regolamentazione finanziaria britannica che fino a un paio di anni fa veniva decantata come un modello all'avanguardia ha mostrato le sue debolezze e inefficienze.

In sostanza le recenti vicende insegnano che gli obiettivi sono plurimi e a volte configgenti e che diventare monopolista dei servizi di vigilanza si può tradurre in meno stimoli alla diligenza e all'efficienza dell'attività e pertanto, il modello del regolatore unico, nonostante il risparmio in termini di costo, non può essere considerato la *best practice* da seguire e pertanto, vanno ricercate soluzioni alternative.

Alcuni esperti in materia propongono il modello per finalità, sostenendo così la tesi che ad ogni autorità debba essere affidato un obiettivo della regolamentazione: stabilità, trasparenza e concorrenza.

Contrariamente questo lavoro suggerisce una diversa risposta al problema sollevato e sostiene la tesi che non esiste un modello ottimale e quindi una *best practice* da seguire, poiché *"it is an illusion to believe that there is a single, superior model of institutional structure that is applicable to all countries"* (T. Llewellyn 2006).

Non esiste o comunque è arduo individuare una risposta univoca che possa offrire una soluzione generale, perché ogni mercato presenta proprie caratteristiche sia in termini strutturali che normativi. Marco Onado ha evidenziato le difficoltà di adottare

sistemi di regolamentazione che poco si adattano ai paesi e alla loro storia, ad esempio, le difficoltà di adottare nel nostro paese il modello anglosassone.

I modelli adottati nei diversi paesi possono dipendere da esigenze economiche e tradizioni politiche, storiche ed economiche specifiche e per questo vi possono essere modelli ottimali per alcuni sistemi e non per altri (Merusi e Passaro 2003).

È l'analisi delle caratteristiche proprie dei paesi che deve determinare l'assetto del potere regolatorio e il vero problema non è quello di proporre una risposta risolutiva e sempre valida, ma di verificare qual è il modello di regolazione in concreto e volta per volta più idoneo (Napolitano, Zappini 2010), in quanto è utopistico ricercare una struttura perfetta in grado di garantire un'efficiente ed efficace sistema di regolamentazione e vigilanza in tutti i paesi (Llewellyn 2006).

La storia mostra che i paesi negli anni hanno adottato modelli differenti e questo *“suggests that there is no single “best” model [...]”* (Llewellyn 2006) e che ogni paese ha adottato il modello più adatto al proprio contesto.

In conclusione, l'esperienza internazionale mostra un'eterogeneità di modelli di vigilanza e ci suggerisce che non esiste un modello ottimale, in quanto come sostenuto da David T. Llewellyn (2006): *“whatever decisions are made it needs to be recognised that a perfect institutional structure is a «chimera» and it might be necessary to accept the inevitability of working within an imperfect structure”*.

Bibliografia

Banca Centrale Europea, “*Recent developments in supervisory structures in the EU member States*” (2007-2010), ottobre 2010, disponibile all’indirizzo: http://www.ecb.int/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structures2010en.pdf.

Cardia L. “*Indagine conoscitiva sulle autorità indipendenti*” Roma, 14 aprile 2010 disponibile all’indirizzo: <http://www.consob.it>.

Calabrò C. e altri “*Authorities: imparzialità e indipendenza*” a cura di Luigi Paganetto, Roma, Donzelli, 2007.

Calabrò C. “*Autorità indipendenti: modello da perfezionare ma lontano da interferenze della politica*”, Milano, Il sole 24 ore, 2009.

Calabrò C. “*Autorità indipendenti e pubblici poteri: un rapporto in divenire*”, Intervento alla tavola rotonda su “*Le Autorità amministrative e l’economia*”, Roma Forum PA, 12 maggio 2010.

Capriglione F. “*Il rapporto tra politica ed amministrazione. Le amministrazioni indipendenti*”, in *Mondo bancario*, 2007, nonché in *Amministrazione in Cammino*, 2007.

Carmassi J. “*Le autorità di regolamentazione e vigilanza dei mercati finanziari in una fase di riforme: un’analisi empirica*”, Roma, 2004.

Catricalà A. “*Indagine conoscitiva sulle autorità amministrative indipendenti*”, Roma, 2 marzo 2010, disponibile all’indirizzo: <http://agcm.it>.

Cianferrotti S. *“La riforma della vigilanza del sistema bancario e finanziario inglese”: il ruolo del Financial Services Authority*”, in *Bancaria*, n. 5, 2000.

Clarich M. *“Autorità indipendenti: bilancio e prospettive di un modello”*, Bologna, Il Mulino, 2005.

Clarich M. e altri *“Le autorità indipendenti: un catalogo delle questioni aperte”*, Relazione al Convegno su *“Il sistema delle Autorità indipendenti: problemi e prospettive”*, Roma, 27 febbraio 2006.

Comandini V. *“L’analisi economica delle autorità indipendenti”* in *“Arbitri dei mercati”* a cura di D’Alberti M. e Pajno A. Bologna, Il Mulino, 2010.

Consoli G. e De Santis I. *“Ruolo e funzioni della Financial Service Authority”*, Ceradi Centro di ricerca per il diritto d’Impresa, Roma, 2003.

D’Alberti M. *“Il valore dell’indipendenza”* in *“Arbitri dei mercati”* a cura di D’Alberti M. e Pajno A. Bologna, Il Mulino, 2010.

De Benedetto M. *“Indipendenza e risorse delle autorità indipendenti”* in *“Arbitri dei mercati”* a cura di D’Alberti M. e Pajno A. Bologna, Il Mulino, 2010.

Degli Innocenti N. *“La Consob inglese: su Northern Rock abbiamo fallito”* Milano, Il sole 24 ore, 26 marzo 2008.

Di Noia *“A proposal on financial regulation in Europe for the next European Council”*, *Vox*, 2008 disponibile all’indirizzo: <http://www.voxeu.org>.

Di Noia e altri “*Keep it simple, policy responses to the financial crisis*”, Roma, 2009
disponibile all’indirizzo: <http://www.astrid.eu>.

Di Noia e Piatti L. “*Regolamenti e mercati finanziari: analisi e prospettive di riforma*”, Consob, Quaderni di Finanza, 30, 1998.

Di Giorgio G. e Di Noia C., *Should banking supervision and monetary policy tasks be given to different agencies?*, in «International Finance», Blackwell, 2, 1999.

Di Giorgio G. e Di Noia C. “*Financial Regulation and Supervision in the euro area: a four-peak proposal*”, Wharton Financial institutions Center, 2001.

Di Staso M. “*La Financial Service Authority: un esempio di autorità unica*” Ceradi
Centro di ricerca per il diritto d’Impresa, Roma, 2003.

Donati F. “*Le autorità indipendenti fra diritto comunitario e diritto interno*”, in
Convegno annuale “*L’integrazione dei sistemi costituzionali europei e nazionali*”, Catania, 14-15 ottobre 2005.

Ferro-Luzzi P. “*Bankitalia non è una spa*”, Milano, Corriere della Sera, 2007.

Giampaolino L. “*Indagine conoscitiva sulle Autorità indipendenti*” presso la
Commissione Affari costituzionali della Camera dei Deputati ,Roma, 21 aprile 2010.

Giraudi G. e Righettini M. “*Le amministrazioni indipendenti. Dalla democrazia della rappresentanza alla democrazia dell’efficienza*”, Bari, Editori Laterza, 2001.

Herring R.J. e Carmassi J. “ *The Structure of Cross-Sector Financial Supervision*” , The Wharton School, 2008.

La Spina A. e Cavatorto S. “*Le autorità indipendenti*”, Bologna, Il Mulino, 2008.

Llewellyn D. “*Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issue*”, presentato al World Bank seminar: “*Aligning Supervisory Structures with Country Needs*” Washington DC, 2006.

Jackson H.E. “*An american prospective on the UK financial service authority: politics, goals and regulatory intensity*”, Harvard Law School, Cambridge, 2005 disponibile all’indirizzo: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/.

Macchiati A. e Magnoni A., *Quale governance per le autorità indipendenti? Un’analisi economica delle leggi istitutive*, Consob, Quaderni di Finanza, 41, 2000.

Manetti M. “*Le autorità indipendenti*”, Bari, Laterza, 2007.

Masciandaro e altri “*Financial Supervision in the EU: Is There Convergence in the National Architectures?*” 2008, disponibile all’indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=1342362>.

Masciandaro e altri “*Will they sing the same tune? Measuring converge in the new European system of Financial supervisors*”, 2009.

Merusi F. e Passaro M. “*Le autorità indipendenti*”, Bologna, Il Mulino, 2003.

Napolitano G. e Zoppini A. “*Le autorità al tempo della crisi: per una riforma della regolazione e della vigilanza sui mercati*”, Bologna, Il Mulino, 2010.

Napolitano G. *“La legge finanziaria 2006 e la pubblica amministrazione”* in Giornale di diritto amministrativo 2006, 3, 243.

Napolitano G. e altri *“Il ruolo delle autorità indipendenti di regolazione: riflessioni e proposte”* in Astrid *“Le virtù della concorrenza. Regolazione e mercato nei servizi di pubblica utilità”*, a cura di Claudio De Vincenti e Adriana Vigneri, Bologna, Il Mulino, 2006.

Niadia M. *“La City al gioco dell’oca della regolamentazione”*, Milano, Il Sole 24 ore, 24 giugno 2010.

Onado M. *“Economia e regolamentazione del sistema finanziario”* Milano, Il Mulino, 2004.

Passaro M. *“Le amministrazioni indipendenti”*, Torino, Giappichelli, 1997.

Piatti D. *“Regolamentazione finanziaria: costi diretti e di compliance per il sistema bancario italiano”*, 26 febbraio 2010 disponibile all’indirizzo: <http://www.adeimf.it/>.

Quintyn M. e Taylor M.W., *Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability*, IMF Working Paper 02/46, 2002.

Stigliano D. *“Giù le mani dalle authority”*, Milano, Il Corriere della sera, 26 febbraio 2010.

Titomanlio R. *“Autonomia e indipendenza delle autorità: profili organizzativi”*, Milano, Giuffrè, 2000.

Titomanlio R. *“Funzione di regolazione e potestà sanzionatoria”*, Milano, Giuffrè, 2007.

Zadra G., *“Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare”*, Milano, Giuffrè, 1997.

Siti consultati

AGCM, *Autorità garante della concorrenza e del mercato*, www.Agcm.it

AGCM, *Autorità garante della concorrenza e del mercato, Relazione annuale sull'attività svolta 2009,2008,2007,2006,2005,2004*(www.Agcm.it).

Amf, *Autorité des Marchés Financiers*, www.amf-france.org.

Amf, *Autorité des Marchés Financiers, Rapport Annuel 2009,2008,2007,2006,2005, 2004 de l'Amf* (www.amf-france.org).

Autorité de Contrôle Prudentiel, www.banque-france.fr/acp/index.htm.

BaFin, *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, www.bafin.de.

BaFin, *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Jahresbericht 2009, 2008, 2007, 2006, 2005, 2004* (www.bafin.de).

Banca d'Italia, www.bancaditalia.it.

Banca d'Italia, *Relazione annuale sul 2009, 2008, 2007, 2006, 2005*
www.bancaditalia.it.

Banco de España, www.bde.es/webbde/es.

Banco de España, Informe Anual 2009, 2008, 2007, 2006, 2005, 2004
www.bde.es/webbde/es/.

Bank of England, www.bankofengland.co.uk.

Bank of England, Annual Report 2009, 2008, 2007, 2006, 2005
(www.bankofengland.co.uk).

Banque de France, www.banque-france.fr.

Banque de France, Rapport Annuel 2009, 2008, 2007, 2006 2005, 2004
(www.banque-france.fr).

Cnmv, *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, www.cmvn.es.

Cnmv, *Comisión Nacional del Mercado de Valores, Informe anual de la CNMV sobre los mercado de valores y su actuación Ejercicio 2009, 2008, 2007, 2006, 2005, 2004* (www.cmvn.es).

Consob, *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, www.consob.it.

Consob, *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Relazione per l'anno 2009, 2008, 2007, 2006, 2005, 2004, 2003* (www.consob.it).

COVIP, *Commissione di vigilanza sui fondi pensione*, www.covip.it.

COVIP, *Commissione di vigilanza sui fondi pensione, Relazione annuale per l'anno 2009, 2008, 2007, 2006, 2005, 2004* (www.covip.it).

Deutsche Bundesbank, www.bundesbank.de.

Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2009, 2008, 2007, 2006, 2005, 2004 (www.bundesbank.de).

Fsa, *Financial Services Authority*, www.fsa.gov.uk.

Fsa, *Financial Services Authority, Annual Report 2009, 2008, 2007, 2006, 2005* (www.fsa.gov.uk).

ISVAP, *Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo*, www.isvap.it/isvap/impresesjsp/HomePage.jsp.

ISVAP, *Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo, Relazione sull'attività svolta nell'anno 2009, 2008, 2007, 2006, 2005, 2004* (www.isvap.it/isvap/impresesjsp/HomePage.jsp).

www.bancaditalia.it/studiricerche/coop_intern/partecipa_org_int/FSB