

ENTE PER GLI STUDI
MONETARI, BANCARI E FINANZIARI
LUIGI EINAUDI



“VERSO UN SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO EUROPEO?”

Concetta Brescia Morra

Le fonti del diritto
finanziario in Europa
e il ruolo della
autoregolamentazione

Quaderni di Ricerche
numero 44

Il saggio, pubblicato in questo numero dei Quaderni, è stato realizzato nell'ambito della ricerca: "*Verso un sistema bancario e finanziario europeo?*" promossa dall'Ente nel 1999, con la presidenza del professor Tancredi Bianchi.

La ricerca, coordinata dal professor Marco Onado, ha come fine l'individuazione delle strategie competitive delle banche nell'ambito dell'Unione Europea, tenendo in considerazione aspetti e conseguenze sia dell'adozione di una moneta unica sia dell'irreversibile processo d'integrazione dei mercati monetari e finanziari.

Il progetto si articola in cinque sottoprogetti diretti da: Marcello De Cecco e Giangiacomo Nardozi, Giancarlo Forestieri, Marco Onado, Francesco Cesarini, Pierluigi Ciocca.

Il lavoro di Concetta Brescia Morra si inserisce nel sottoprogetto "Le politiche pubbliche" diretto da Pierluigi Ciocca.

Informazioni sulla struttura del progetto di ricerca e sui partecipanti ai sottoprogetti sono disponibili sul sito: www.entelugieinaudi.it.

La ricerca è stata interamente finanziata da alcune aziende di credito. Il finanziamento, versato attraverso l'Associazione bancaria italiana, è pervenuto da: Banca Nazionale del Lavoro, Banca Popolare di Bergamo - Credito Varesino, Banca Popolare di Novara, Banco di Napoli, Banco di Sicilia, Cassa di Risparmio di Firenze, Dexia Crediop, Fondazione CAB, Banca Intesa, Banca Monte dei Paschi di Siena, Sanpaolo IMI, UniCredito Italiano.

INDICE

1.	Sintesi e piano del lavoro	4
2.	L'armonizzazione delle regole nella disciplina comunitaria	7
3.	La <i>soft law</i>	13
4.	Il ruolo dell'autoregolamentazione	18
4.1	L'autoregolamentazione nei rapporti tra intermediari e clienti	21
4.2	Contratti, autoregolamentazione e vigilanza	23
4.2.1	Derivati su crediti	25
4.2.2	Cartolarizzazione di crediti	28
4.3	Alcune conclusioni	30

1. Sintesi e piano del lavoro

Il lavoro ha per oggetto il processo di convergenza degli ordinamenti finanziari dell'Unione europea alla luce delle tecniche normative che caratterizzano, da un lato, la disciplina comunitaria e, dall'altro, i singoli ordinamenti. Particolare attenzione è riservata al ruolo dell'autoregolamentazione e, più in generale, al diritto prodotto dai privati in campo finanziario.

L'esame riguarda la disciplina degli intermediari bancari e finanziari. Non è trattato il tema dei mercati mobiliari.

Fra i primi risultati della ricerca si evidenzia che i progressi nella convergenza degli ordinamenti nazionali sono il frutto non tanto e non solo della concorrenza fra sistemi giuridici diversi, quanto di una pluralità di fonti che operano, in diverso grado e modo, a livello internazionale¹: le direttive e le raccomandazioni europee; gli standard regolamentari e i principi elaborati da organismi internazionali, come il Comitato di Basilea (*soft law*); l'autoregolamentazione prodotta dalle associazioni di imprese, soprattutto nella forma della standardizzazione dei contratti che hanno applicazione uniforme a livello internazionale (la nuova *lex mercatoria*).

A questo sistema normativo sembra adattarsi bene l'immagine della "rete" che sostituisce la tradizionale impostazione piramidale delle fonti, ossia quella di "un sistema di regole non poste l'una sopra l'altra, bensì sullo stesso piano, legate l'una all'altra da un rapporto di reciproca interconnessione"².

Il complesso sistema di fonti contribuisce alla formazione di un ordinamento finanziario internazionale non limitato ai confini europei. Le soluzioni normative affermatesi a livello mondiale, generalmente fra i paesi economicamente più evoluti, sono adottate anche dal più circoscritto spazio normativo europeo, con adattamenti resi necessari dalle peculiarità dei sistemi economici e istituzionali che caratterizzano le nazioni europee. Inoltre, regole particolari distinguono l'ordinamento

¹ Sull'affermazione di un modello di regolamentazione che supera la tradizionale dicotomia tra armonizzazione e concorrenza, cfr. Esty e Geradin (2001).

² Grossi (2002).

europeo per la difesa di interessi sanciti nel Trattato, come ad esempio quello dei consumatori.

Nel paragrafo 2 è approfondita la disciplina comunitaria e sono analizzate le proposte più recenti della Commissione per favorire la convergenza degli ordinamenti. L'esame delle direttive recenti mostra due distinte linee di tendenza. La prima, che è coerente con i principi affermati nel Libro Bianco del 1985 di "armonizzazione minima" e di "mutuo riconoscimento" delle legislazioni nazionali per favorire l'accelerazione dell'integrazione europea, è seguita soprattutto dalle direttive che riguardano la materia della vigilanza sugli intermediari (da ultimo si ricorda la normativa sugli istituti di moneta elettronica). Un esempio in cui quest'approccio è adottato in maniera accentuata è rappresentato dalla direttiva riguardante le crisi bancarie che, approvata dopo un ventennio di discussioni e lavori in sede europea, sancisce il principio del mutuo riconoscimento delle procedure di gestione delle crisi, senza stabilire, sostanzialmente, quasi nessun principio minimo comune. Quest'impostazione affida un ruolo importante, nella convergenza degli ordinamenti, alla cooperazione tra autorità di vigilanza. La seconda linea di tendenza, che rappresenta una novità, afferma l'adozione di uno stile di "armonizzazione massima" delle regole per favorire una tutela omogenea degli interessi presi in considerazione, come avviene nelle più recenti direttive in tema di rapporti contrattuali e regole di condotta degli intermediari.

Nel paragrafo 3 è approfondito il ruolo della *soft law*. In campo finanziario, a livello internazionale, si è registrata negli ultimi venti anni una significativa produzione di regole che assumono la veste di raccomandazioni, inviti, "standard operativi", frutto dell'attività di numerosi organismi nati a seguito di accordi fra istituzioni nazionali competenti nella materia. Anche in assenza di vincolatività sul piano giuridico, gli standard normativi emanati dagli organismi e gruppi sopra citati sono stati recepiti dagli ordinamenti nazionali e attuati attraverso politiche domestiche negli stati aderenti. In molti casi le direttive comunitarie hanno riprodotto le scelte normative elaborate dagli organismi internazionali, come è avvenuto per gli accordi raggiunti nell'ambito del Comitato di Basilea.

Nel paragrafo 4 è studiato il ruolo dell'autoregolamentazione e, più in generale, il contributo dei privati alla definizione delle regole nelle due

diverse aree che riguardano le norme sugli intermediari: la disciplina del rapporto con i clienti e quella di vigilanza. Nella prima, lo stile adottato per la redazione delle direttive a tutela dei consumatori, che accentua il livello di dettaglio delle regole definite in sede europea, riduce naturalmente lo spazio dell'autoregolamentazione, tradizionalmente rappresentato dai codici di condotta. Nella seconda area, fino a ora, la *self-discipline* aveva ricoperto un ruolo molto limitato, soprattutto in ragione dei preminenti interessi pubblici coinvolti; ora, invece, stanno emergendo nuove forme attraverso le quali le imprese contribuiscono alla formazione dell'ordinamento, integrando le regole pubbliche. In particolare, l'internazionalizzazione delle attività finanziarie ha accresciuto il ruolo del contratto quale fonte normativa, in relazione alla capacità di modelli contrattuali standardizzati di assicurare agli operatori certezza del diritto e riduzione del cosiddetto rischio legale.

2. L'armonizzazione delle regole nella disciplina comunitaria

L'esame dell'evoluzione recente della normativa comunitaria mostra alcuni cambiamenti rispetto a quanto stabilito dal Libro Bianco del 1985 con il quale venivano adottati i principi dell'armonizzazione minima e del mutuo riconoscimento delle legislazioni nazionali. All'inizio degli anni novanta si riteneva che i due principi potessero essere sufficienti per la formazione di un mercato finanziario europeo³.

Questo sistema, risultato molto efficace nella fase di avvio del mercato unico, è stato successivamente sottoposto a critiche⁴. Esso avrebbe consentito agli stati membri di continuare a porre ostacoli all'esercizio della libertà di stabilimento e di libera prestazione di servizi da parte di intermediari di altri paesi della comunità. La principale ragione di queste difficoltà è stata evidenziata nella mancata armonizzazione di una parte importante della regolamentazione dell'attività finanziaria, quale quella dell'offerta dei prodotti e, più in generale, della disciplina dei rapporti contrattuali. Un'altra spiegazione attribuisce i ritardi nella creazione del mercato comune all'ampio spazio lasciato dalle direttive all'opponibilità da parte degli stati membri dell'"interesse generale". Su quest'ultimo tema è risultata molto importante la giurisprudenza della Corte di giustizia europea che, in numerose sentenze, ha circoscritto in maniera significativa la nozione di "interesse generale"⁵.

I dubbi sull'efficacia del processo di integrazione europea hanno condotto a importanti novità nei campi di intervento della regolamentazione comunitaria. In particolare, è stata avviata una serie di iniziative volte a disciplinare i rapporti tra i vari intermediari e la

³ La letteratura sul tema è ampia; cfr. Padoa-Schioppa (1988), Dassesse, Isaacs e Penn (1994), Armstrong e Shaw (1998).

⁴ Cfr. Sun e Pelksmans (1995), Bruni (2001).

⁵ Il concetto di norme di interesse generale è stato oggetto di numerose decisioni della Corte di giustizia, che ha precisato i settori che possono essere considerati di interesse generale (la tutela dei lavoratori, la protezione dei consumatori, la politica culturale, la prevenzione delle frodi, ecc.), nonché le condizioni che debbono essere rispettate affinché una norma sia opponibile a un ente creditizio comunitario: la non discriminazione, l'assenza di armonizzazione precedente, la presenza di un motivo imperioso di interesse generale, la non duplicazione, la necessità, la proporzionalità (su questo tema, cfr. Godano, 1996). Queste decisioni sono riassunte nella Comunicazione interpretativa della Commissione in materia di libera prestazione dei servizi e di interesse generale nella seconda direttiva (97/C 209/04, GUCE 10 luglio 1997) e in quella più recente riguardante il settore assicurativo (2000/C 43/03, GUCE 16 febbraio 2000).

clientela, nell'ottica della tutela dell'utente di servizi finanziari (fino a non molto tempo fa l'unica direttiva vigente in materia era quella sul credito al consumo, direttiva 87/102/CEE).

Il cambiamento è stato evidenziato con il Piano d'azione per i servizi finanziari varato dalla Commissione europea nel 1999. Fra i principali obiettivi di questo programma di lavoro vi sono l'eliminazione di qualsiasi frammentazione residua del mercato finanziario, in modo da ridurre il costo del capitale raccolto sui mercati UE. Il Piano pone poi l'esigenza di assicurare – insieme alla libertà di sfruttare tutte le opportunità commerciali da parte degli utenti e dei fornitori di servizi finanziari – un elevato livello di protezione dei consumatori. Quest'ultimo obiettivo è affermato espressamente anche dal Trattato (artt. 153 e 95).

Con il Piano d'azione per i servizi finanziari venivano indicate specifiche misure da assumere. Con riguardo al mercato dei capitali, individuato come obiettivo strategico prioritario, venivano proposti aggiornamenti alla direttiva sui prospetti d'offerta, la modifica della direttiva sui servizi d'investimento, interventi normativi in materia contabile, la conclusione di un accordo politico sull'OPA e sullo statuto della società europea. Come secondo obiettivo strategico venivano indicate misure volte a migliorare i mercati al dettaglio, fra cui una direttiva sulla vendita a distanza dei prodotti finanziari, una comunicazione della Commissione per favorire l'adozione di un codice di informazione chiara e comprensibile dei clienti, una raccomandazione per promuovere le pratiche migliori in materia di informazione sul credito ipotecario. Mentre la seconda parte del programma è stata quasi completamente realizzata, ritardi si riscontrano soprattutto con riguardo alla materia del mercato dei capitali, nel quale si registra soprattutto il fallimento dei negoziati sulla proposta di direttiva sull'OPA.

Sono mutate anche, in parte, le tecniche di redazione delle direttive. E' possibile riscontrare due linee di indirizzo diverse nelle modalità di definizione della normativa europea recente: l'una riguardante le direttive rientranti nel campo della vigilanza sugli intermediari, l'altra concernente la disciplina dei rapporti tra intermediari e clienti.

Le direttive settoriali che disciplinano gli intermediari, emanate negli ultimi anni, continuano a essere improntate al principio del mutuo

riconoscimento e dell'armonizzazione minima⁶. Gli esempi più recenti in tal senso sono rappresentate dalle direttive sugli istituti di moneta elettronica (direttive 2000/28/CE e 2000/46/CE) e da quella su risanamento e liquidazione degli enti creditizi (direttiva 2001/24/CE).

Quest'ultima – approvata dopo un periodo di gestazione durato oltre venti anni – tende alla realizzazione di un regime di riconoscimento reciproco e non contiene norme per l'armonizzazione minima della regolamentazione inerente alle crisi bancarie; essa afferma, anche per la gestione delle crisi, il principio dell'*home country control*, stabilito con la seconda direttiva bancaria. Tale principio, peraltro, fino a ora era stato applicato solo ai controlli prudenziali tesi alla salvaguardia della solvibilità dell'impresa finanziaria, mentre tutti gli altri aspetti dell'attività degli intermediari restavano soggetti alla legge del paese ospitante. Con l'approvazione della direttiva sulle crisi delle banche, la disciplina del paese d'origine si estende anche ai rapporti contrattuali e ai rapporti giuridici fra la banca e i terzi⁷. La sua attuazione comporterà quindi, più di quanto non sia avvenuto con le direttive precedenti, l'esportazione di regole oltre i confini degli ordinamenti nazionali.

La soluzione dell'armonizzazione minima nelle direttive non ha significato che gli stati aderenti all'Unione abbiano puntato sul solo strumento della concorrenza tra ordinamenti per favorire la convergenza delle regole, rinunciando ad altre modalità di intervento. Nella materia dei controlli sugli intermediari un ruolo importante nella omogeneizzazione normativa è affidato alla cooperazione fra le autorità nazionali e all'attività di organismi europei composti dalle autorità di vigilanza dei vari stati membri⁸. Il Comitato Consultivo bancario

⁶ Questa scelta ha comportato che per alcuni aspetti il processo di avvicinamento delle legislazioni finanziarie nazionali non sia ancora concluso. In tal senso, soprattutto con riguardo alla definizione del *core business* delle banche e degli altri intermediari finanziari, cfr. Szego (2003). La situazione è ancora più fluida in materia di regolamentazione del risparmio gestito, nella quale non si riscontrano ancora indirizzi univoci nelle stesse direttive comunitarie. Cfr. sul punto Fabbri (2003).

⁷ La crisi della banca dovrà essere quindi gestita secondo le procedure e la disciplina dello stato membro di origine con riferimento a tutti i beni e i rapporti facenti capo alla banca stessa, a prescindere dalla loro ubicazione sul territorio dell'Unione. Sono previste poche eccezioni al principio di universalità concernenti la disciplina degli effetti delle procedure su determinati contratti e diritti che, in ragione della loro specificità, sono regolati dalla normativa degli stati membri nell'ambito dei quali essi sono sorti (*lex concursus*); a tal proposito si ricordano, in particolare, i contratti di lavoro, di compensazione bilaterale e di pronti contro termine.

⁸ Critica l'esistenza di benefici derivanti dalla cooperazione fra autorità nazionali per l'armonizzazione delle regole a livello internazionale Benston (1994).

(istituito con la prima direttiva di coordinamento bancario 77/780/CEE, ora disciplinato dall'art. 57 della direttiva 2000/12/CE) ha importanti compiti di assistenza nei confronti della Commissione europea nella redazione delle direttive e nei poteri di esecuzione delle stesse⁹; al fine di favorire una corretta applicazione delle direttive e risolvere i problemi interpretativi, il Comitato ha promosso nel 1993 la costituzione di un Gruppo tecnico d'interpretazione per l'applicazione delle direttive (GTIAD). Altro importante organismo è il Gruppo di contatto fra le autorità di vigilanza dell'Unione europea, costituito nel 1972, ora menzionato nel preambolo della direttiva 2000/12/CE (considerando 66); più recentemente è stato istituito presso la Banca centrale europea il Comitato per la vigilanza bancaria con il compito, fra gli altri, di assistere la BCE nella preparazione dei suoi pareri riguardanti il campo di applicazione e l'attuazione della legislazione comunitaria e nazionale di carattere prudenziale (art. 25, par. 1 dello Statuto della BCE)¹⁰.

L'attività svolta da questi organismi, pur se naturalmente condizionata dagli interessi "nazionali" rappresentati dalle delegazioni dei vari paesi, ha avuto un ruolo importante nella creazione di un patrimonio comune di esperienze e prassi applicative di vigilanza e nella conseguente circolazione delle stesse all'interno del mercato unico.

A differenza delle direttive riguardanti i controlli sugli intermediari, quelle che si occupano dei rapporti fra intermediari e clienti tendono a realizzare un'opera di armonizzazione ampia già in sede comunitaria¹¹.

La direttiva 2000/31/CE sul commercio elettronico e quella sulla vendita a distanza di servizi finanziari del giugno 2002 hanno un contenuto molto dettagliato, in specie in materia di informazione pre-contrattuale, che lascia pochi spazi di discrezionalità agli stati membri nell'opera di recepimento nel loro ordinamento. La proposta iniziale della Commissione per la vendita a distanza di servizi finanziari prevedeva una "armonizzazione massima", per evitare che i consumatori e i fornitori si trovassero a operare sulla base di regole di ordinamenti diversi dal

⁹ Godano (2002).

¹⁰ Le competenze normative in campo finanziario della Banca centrale europea sono oggetto di discussione nell'ambito del più generale dibattito sulla riforma delle strutture di vigilanza nell'Unione europea (Banca centrale europea, 2002). Su questo tema, cfr. Vella (2001), Onado (2001), Ciocca (2001), Goodhart (2002).

¹¹ Cfr. sul tema Paces (2003).

proprio. Al fine, peraltro, di consentire agli stati membri di imporre condizioni aggiuntive, si è raggiunto un accordo su un “elevato livello di armonizzazione” delle condizioni in materia di informazione¹².

Un’indicazione analoga proviene da un altro importante documento elaborato in sede comunitaria che avrà un’influenza notevole nel modificare il modo di legiferare della Comunità: il “Rapporto dei saggi” (c.d. Rapporto Lamfalussy) sulla regolamentazione dei *securities markets* in Europa, pubblicato nel novembre 2000, le cui proposte sono state accolte e rese operative dagli organi legislativi comunitari¹³.

Il Rapporto evidenzia, in primo luogo, il ritardo nella definizione di una disciplina europea di base in questa materia; esso sottolinea anche che il mercato unico è ostacolato dall’incoerente recepimento delle direttive da parte dei legislatori nazionali. Per il primo fine il rapporto si preoccupa di individuare, sul piano procedurale, sistemi che accelerino il processo di formazione delle norme da parte dell’Unione. Nell’ottica della ricerca di una maggiore convergenza delle legislazioni nazionali, il Rapporto, da un lato, invita il legislatore comunitario a evitare le espressioni ambigue come quelle ora presenti nella norma sulle regole di condotta degli intermediari che prestano servizi di investimento (art. 11 della *Investment Services Directive* – ISD), lasciando ai legislatori nazionali ampi spazi di discrezionalità, dall’altro, stabilisce una specifica fase di produzione normativa a livello comunitario (definita come livello 3), affidata a un organo (attualmente già operante) che si deve occupare di assicurare un recepimento uniforme delle regole da parte degli stati membri (*European Securities Regulators Committee*).

In tal senso, anche il progetto di revisione delle norme riguardanti le regole di condotta, contenute nella direttiva 93/22/CEE relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, propone, attraverso l’armonizzazione massima di queste norme, di contenere le competenze degli stati ospitanti. Il progetto non si propone di capovolgere il sistema fino a ora vigente, ma affida alle competenti autorità del paese ospitante la verifica del rispetto del nuovo codice di

¹² Carriero (2001).

¹³ Il rapporto è stato adottato dalla Comunità con decisione del Consiglio europeo di Stoccolma del 23 marzo 2001 ed è attualmente oggetto di realizzazione concreta da parte della Commissione, in linea con quanto deciso dal Parlamento europeo, nella seduta del 5 febbraio 2002.

condotta comunitario nel caso di prestazione di servizi per il tramite di succursali.

L'analisi dei recenti indirizzi nella disciplina comunitaria, sopra ricordati, evidenzia chiaramente la consapevolezza del legislatore comunitario delle disarmonie sul piano normativo che ancora ostacolano il completamento del processo di unificazione dei mercati finanziari.

Le soluzioni prospettate sono diverse in relazione al settore osservato. Nel caso della normativa sugli intermediari è preferita la strada che affida a un doppio sistema di fonti la convergenza degli ordinamenti: le direttive e la cooperazione tra autorità di vigilanza. Nella materia dei rapporti tra intermediari e clienti (regole di trasparenza e correttezza) è stata scelta la soluzione dell'armonizzazione massima e, quindi, dell'accentramento della potestà regolamentare presso gli organi comunitari¹⁴.

¹⁴ Ferrarini (2002b).

3. La *soft law*

In campo finanziario, oltre i confini dell'Unione europea, nonostante l'assenza di istituzioni sovranazionali con capacità di emanare norme vincolanti si è registrata negli ultimi venti anni una produzione di regole che assumono la veste di raccomandazioni, inviti, "standard operativi", frutto dell'attività di numerosi organismi internazionali nati a seguito di accordi fra istituzioni nazionali competenti nella materia. In altri termini, si può ritenere che esista una regolamentazione finanziaria internazionale anche se non assume la veste di ordinamento, tradizionalmente inteso¹⁵.

I principali organismi sono sorti a seguito dell'iniziativa dei governi dei paesi maggiormente industrializzati, a differenti livelli e con differenti perimetri (G-7, G-10, G-30). Nel campo finanziario un ruolo importante è rivestito anche da gruppi organizzati su iniziativa di banche centrali e autorità di vigilanza dei paesi interessati.

Una delle istituzioni più significative, che ha svolto un ruolo importante nell'armonizzazione delle regole in materia di disciplina di vigilanza sugli intermediari bancari, è il Comitato di Basilea. Il Comitato è stato costituito nel 1974 su iniziativa dei Governatori delle banche centrali dei paesi appartenenti al Gruppo dei dieci (G-10), presso la Banca dei regolamenti internazionali, a seguito del fallimento della banca Herstatt e delle rilevanti conseguenze sui sistemi di pagamento internazionali. Esso emana standard di vigilanza e linee guida che fissano *best practices* per gli operatori bancari internazionali. L'attività del Comitato è stata particolarmente rilevante: si ricorda in proposito il Concordato del 1983, poi rivisto nel 1992, sulla vigilanza consolidata delle banche operanti a livello internazionale e l'accordo sul capitale delle banche del 1988, attualmente oggetto di revisione, con il quale sono stati elaborati principi e caratteristiche dei moderni strumenti di vigilanza prudenziale, che correlano le possibilità operative delle banche ai mezzi patrimoniali (cfr. il coefficiente di solvibilità).

Fra i gruppi rilevanti ai fini della creazione dell'ordinamento finanziario internazionale va ricordato, più di recente, il *Financial*

¹⁵ White (1996), Giovanoli (2000), Alexander (2000), Siracusano (2001), Giannini (2002).

Stability Forum (FSF), istituito nel 1999, per migliorare il coordinamento e lo scambio di informazioni tra le varie istituzioni responsabili della stabilità finanziaria. Il *Forum* ha tratto origine da uno studio (*Tietmeyer Report*) commissionato dai Ministri delle finanze dell'allora G-7; a esso partecipano rappresentanti delle autorità nazionali non solo dei primi stati del mondo, ma anche di altri importanti paesi industrializzati come Australia, Hong Kong, Paesi Bassi, Singapore, nonché rappresentanti di altre istituzioni finanziarie internazionali come il Fondo monetario internazionale, la Commissione di Basilea, l'*International Organisation of Securities Commissions* (IOSCO)¹⁶.

Un organismo di analogo rilievo del *Forum* è rappresentato dall'IOSCO, che opera nel settore dei mercati; si tratta di un'organizzazione di ampie dimensioni (vi aderiscono 160 autorità nazionali, provenienti da circa 90 paesi) istituita nel 1983, che promuove standard di vigilanza per l'efficienza e l'integrità dei mercati e per favorire lo scambio di informazioni e la cooperazione fra le autorità nazionali di settore. Anche in campo assicurativo le autorità di vigilanza di circa 100 paesi si riuniscono periodicamente nell'ambito della *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS) al fine di agevolare la cooperazione, fissare standard internazionali in campo assicurativo, coordinare i lavori con le competenti autorità di regolamentazione di altri settori finanziari.

La qualificazione sul piano delle fonti normative dei numerosi principi e standard regolamentari emanati dagli organismi ora citati appare complessa. La letteratura che ha affrontato il tema utilizza la denominazione di *soft law*, per la sua natura non vincolante¹⁷. Gli accordi che hanno definito standard regolamentari non hanno la forza di una legge e neppure quella di una convenzione internazionale che dovrà essere recepita dagli stati firmatari; peraltro, nonostante la natura informale, la *soft-law* ha ricoperto un ruolo rilevante, fin dagli anni settanta, per la creazione di un ordinamento finanziario internazionale. Anche in assenza di vincolatività sul piano giuridico, gli standard normativi emanati sono stati recepiti dagli ordinamenti nazionali e attuati attraverso politiche domestiche nei singoli stati aderenti.

¹⁶ Su questi comitati, in particolare sull'origine, sulla composizione e sulle loro funzioni, cfr. Giovanoli (2000), Giannini (2002).

¹⁷ Giovanoli (2000).

La *soft law* è correttamente considerata come legge nel “limbo”, perché non è diretta ai cittadini o alle imprese, ma alle autorità competenti degli stati che hanno, all’interno dei singoli ordinamenti, la capacità legislativa in senso proprio. Al proposito va considerato, peraltro, che la materia finanziaria nella gran parte degli ordinamenti nazionali è oggetto di un sistema di regole complesso in cui, in genere, la legge in senso formale contiene solo i principi fondamentali che presiedono alla gestione dell’attività, mentre la definizione in dettaglio della regolamentazione è affidata alle autorità di vigilanza preposte al settore¹⁸. Le ragioni di questa tecnica legislativa sono riconducibili alle esigenze di flessibilità e di continuo adattamento all’evoluzione operativa che la regolamentazione delle attività finanziarie richiede. Questo particolare meccanismo legislativo ha reso possibile, in molti stati, il recepimento delle *best practices* varate dagli organismi internazionali direttamente attraverso provvedimenti delle autorità amministrative. Inoltre, l’autorevolezza raggiunta dai vari Comitati internazionali ha comportato che le scelte regolamentari effettuate in quelle sedi sono state replicate da direttive dell’Unione europea, rendendole così vincolanti attraverso il procedimento legislativo comunitario. Nel settore bancario si ricordano le direttive sulla vigilanza consolidata, sul patrimonio e sul

¹⁸ Un esempio in tal senso è rappresentato dalla disciplina bancaria italiana. La legge del 1936 era una normativa di principi, che demandava le scelte concrete di regolamentazione a provvedimenti delle autorità amministrative. Il Testo unico bancario del 1993 (D.lgs. 1° settembre 1993, n. 385) ha accentuato queste caratteristiche, attuando in maniera ampia il principio della delegificazione. Il Testo unico della finanza (D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), contenente la disciplina degli intermediari finanziari diversi dalle banche e le norme in materia di mercati mobiliari, presenta la medesima impostazione. In Francia le disposizioni legislative sono raccolte nelle leggi n. 84-46 del 24 gennaio 1984 (riguardante l’attività e il controllo sugli enti creditizi) e n. 96-597 del 2 luglio 1996 (riguardante la modernizzazione delle attività finanziarie). Si tratta di testi molto snelli che delegano all’autorità di regolamentazione, il *Comité de la réglementation bancaire*, la definizione dei contenuti specifici delle norme. Nei provvedimenti emanati da quest’ultimo sono contenute, ad esempio, le norme in materia di capitale minimo degli intermediari, di coefficienti, delle attività accessorie esercitabili. Per quanto riguarda il Regno Unito, la recente riforma del 1998, che ha attribuito i compiti di vigilanza alla *Financial Services Authority* (FSA), non ha cambiato l’impostazione della precedente normativa che prevedeva un’ampia delega all’autorità di vigilanza per la definizione delle regole. Il *Financial Services and Markets Act* del 2000 contiene soprattutto norme procedurali e di attribuzione di poteri, come la sezione (parte X, artt. 138-164) in materia di vigilanza prudenziale delle banche, denominata *Rules and Guidance*. Sulla base di questi articoli, la FSA ha emanato un *Handbook*, continuamente aggiornato, che raccoglie tutta la regolamentazione secondaria emanata. Diversamente, la legge tedesca per le banche *Gesetz über das Kreditwesen* del 22 gennaio 1996, da ultimo modificata il 22 aprile 2002, pur prevedendo la possibilità che l’autorità di vigilanza (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* – BAFIN), previo parere della *Deutsche Bundesbank*, possa emanare disposizioni applicative, contiene norme di dettaglio come quelle per le banche relative alla definizione dei fondi propri, le ponderazioni dei crediti ai fini dell’applicazione del coefficiente patrimoniale, delle misure per la liquidità, dei grandi rischi.

coefficiente di solvibilità che ricalcano, con adattamenti, le scelte effettuate dal Comitato di Basilea. Sempre a Basilea è in corso di revisione l'accordo sul capitale, già oggetto di lavori in sede comunitaria per un conseguente adeguamento delle direttive alle nuove scelte regolamentari che verranno effettuate dal Comitato.

L'osservazione del processo di formazione della disciplina europea in materia bancaria induce a ripensare alle considerazioni avanzate dai fautori del mercato unico europeo i quali, pur riconoscendo, già ben prima del 1992, l'importanza degli standard normativi realizzati a livello internazionale dagli organismi come il Comitato di Basilea, sostenevano la necessità di un certo livello di legislazione in senso proprio, quale quella che promana dal sistema comunitario europeo; essi sottolineavano che l'assenza di potestà normative di questi ultimi organismi rendeva difficile la creazione, in tempi rapidi, di un ordinamento internazionale adeguato in campo finanziario¹⁹.

Nondimeno si può ritenere oggi, a molti anni dalla creazione del mercato interno in campo bancario, che il processo di integrazione degli ordinamenti sia stato il frutto di una convergenza di forze in cui la *soft law* ha svolto un ruolo importante e, in qualche maniera autonomo, anche rispetto all'ordinamento europeo.

Gli accordi raggiunti in seno a organismi internazionali che hanno fissato standard regolamentari hanno preceduto, quasi sempre, sul piano temporale, le direttive comunitarie, soprattutto perché la qualifica tecnica dei rappresentati in seno a tali organismi e le consuetudini di rapporti tra autorità, diverse da quelle governative in senso proprio, hanno consentito la realizzazione di accordi in tempi relativamente rapidi e coerenti con le esigenze poste dall'evoluzione del mercato.

D'altro canto, va riconosciuto che il sistema istituzionale dell'Unione europea ha favorito l'uniformità delle regole, nonché la certezza sull'adeguamento di tutti gli stati aderenti, specie ove si condividano i dubbi, oggi espressi dalla letteratura, sulla capacità della *soft law* di svolgere, da sola, il compito di favorire la creazione di sistemi finanziari stabili a seguito dell'ampliamento dei mercati ai paesi

¹⁹ Padoa-Schioppa (1988).

emergenti²⁰. Inoltre, gli organismi internazionali che producono regole o standard operativi hanno competenze limitate a specifici temi o aspetti dell'attività finanziaria, anche in ragione delle finalità cui sono preposte nei vari sistemi nazionali le istituzioni rappresentate; l'attività di coordinamento fra tali organismi è, attualmente, modesta. Diversamente, la potestà normativa dell'Unione abbraccia, in maniera complessiva, tutti gli argomenti e interessi importanti per la creazione di un ordinamento finanziario.

In conclusione, l'esistenza di uno spazio normativo europeo appare molto rilevante anche in un sistema finanziario "globalizzato" come quello odierno.

²⁰ Cfr. Giannini (2002).

4. Il ruolo dell'autoregolamentazione

L'autoregolamentazione nella disciplina finanziaria è stata oggetto di ampio dibattito e di approfondimenti teorici con riguardo al funzionamento dei mercati mobiliari²¹. In questo campo, infatti, sono stati individuati alcuni vantaggi dell'autoregolamentazione²², fra cui la flessibilità, necessaria per regolare un mercato dinamico e in continua evoluzione, nonché la circostanza che le imprese partecipanti conoscono meglio di ogni altro la loro attività e, pertanto, sono in grado di elaborare le norme più adeguate all'esercizio della stessa. Inoltre, secondo parte della letteratura, l'autoregolamentazione rappresenta una efficace tutela dei consumatori, atteso l'interesse dei partecipanti ai mercati a conservare una elevata reputazione di correttezza. Anche in questo settore, peraltro, si sono registrate negli ultimi anni inversioni di tendenza, con l'abbandono di sistemi di autoregolamentazione verso forme di eteroregolamentazione, come è accaduto in Inghilterra²³. Recenti scandali finanziari, come quelli di *Enron* negli Stati Uniti, hanno ulteriormente posto in luce limiti alla capacità dei meccanismi di mercato di fornire incentivi sufficienti per l'adozione di condotte corrette e trasparenti da parte degli operatori economici²⁴.

Con riguardo alla disciplina degli intermediari finanziari, principalmente di quelli bancari, in ragione soprattutto degli interessi pubblici coinvolti, sono state da lungo tempo abbandonate le tesi che sostenevano l'esigenza di limitare al minimo l'intervento pubblico²⁵. E' assolutamente prevalente in tutti i paesi un modello di forte eteroregolamentazione degli intermediari²⁶; l'autoregolamentazione ha ricoperto ambiti molto limitati, per lo più circoscritti all'operatività con la clientela nella forma di codici di condotta.

²¹ Cfr. Vella (1997), Carbonara e Scarpa (1998), Ferrarini (1996, 2002 a), IOSCO (2000), Scarpa (1999).

²² Anche per una sintesi dei principali contributi della letteratura in materia, cfr. Scarpa (1999).

²³ Cfr. Davies (1999), Pettet (2000). Il campo dell'autoregolamentazione in materia di mercati mobiliari si è molto ristretto. Già dal 1984 l'operatività del *London Stock Exchange* (LSE) è stata assoggetta in larga misura a regole di fonte legislativa. Più di recente, a seguito della creazione della FSA, l'autorità precedentemente preposta al *Listing* è stata assorbita dalla FSA e, di conseguenza, le regole in quest'ultima materia sono oggi emanate dall'autorità amministrativa. Restano di fonte autoregolamentare solo le regole sul *trading*.

²⁴ In tal senso Ciocca (2002).

²⁵ La letteratura sul tema delle ragioni dell'intervento pubblico nel settore bancario è molto ampia: per una ricostruzione del dibattito, cfr. Onado (1992), Marotta e Pittaluga (1993), Dewatripont e Tirole (1994).

²⁶ Padoa-Schioppa (2002), Frasca (2002).

La regolamentazione degli intermediari ha, peraltro, subito una significativa evoluzione negli ultimi anni. L'accresciuta complessità dell'attività e la rapidità dei cambiamenti nelle conoscenze e nella diffusione dei modelli operativi ha imposto un ammodernamento degli strumenti di vigilanza e ha fatto emergere, in maniera più rilevante che in passato, l'esigenza da parte del regolamentatore pubblico di utilizzare le conoscenze delle imprese vigilate per stabilire norme efficaci e non eccessivamente lesive dell'autonomia imprenditoriale, soprattutto in termini di costi per i destinatari delle norme.

In tale contesto si è sviluppata in primo luogo una prassi di "consultazione" dei destinatari delle norme adottata, recentemente, anche dal legislatore comunitario e dagli organismi internazionali, come il ricordato Comitato di Basilea. Si tratta di procedure che prevedono la partecipazione formale dei destinatari delle norme alla formazione delle regole. La consultazione dei destinatari delle norme è stata di recente prevista come parte necessaria del procedimento di formazione della normativa europea. In particolare, la Risoluzione del Consiglio europeo di Stoccolma e il Parlamento europeo hanno richiesto espressamente che la preparazione di una normativa europea in materia di *securities* debba essere preceduta da una tempestiva, ampia e sistematica consultazione con tutte le parti interessate; viene favorito il dialogo da un lato con i consumatori e, dall'altro, con gli operatori del mercato. Il primo esempio in cui questo procedimento è stato seguito è stato quello relativo alla preparazione della nuova direttiva sui servizi di investimento (ISD), per la quale la Commissione europea ha avviato, sul sito Internet, una consultazione "aperta" a tutti i soggetti interessati.

Un altro esempio di contributo di privati e istituzioni giuridiche non statuali alla formazione del diritto finanziario, in particolare nella materia contabile, è rappresentato dagli IAS (*International Accounting Standards*). Essi sono redatti da una fondazione internazionale privata, costituita come società *non-profit*, attualmente con sede legale nel Delaware, ma operante principalmente dalla sede di Londra, la *IASC Foundation (International Accounting Standards Committee)*. Alla IASC aderiscono 19 *Trustees* che attualmente, ovvero in passato, hanno ricoperto cariche pubbliche o private nei settori bancari e finanziari nei paesi europei, negli Stati Uniti e in alcuni paesi asiatici e del Sud America. I principi contabili redatti dalla IASC hanno trovato ampia diffusione internazionale. Di

recente, in ragione dell'elevato livello tecnico degli stessi, sono stati oggetto di approfondimento presso gli organi legislativi comunitari per la loro trasfusione in provvedimenti normativi dell'Unione (Regolamento n. 1606/2002). Il contributo dei privati, peraltro, non è limitato solo alla definizione dei contenuti di norme che, grazie ai procedimenti legislativi europei, abbandonano la loro veste di autoregolamentazione per assumere quella di regolamentazione di fonte pubblica. Il regolamento comunitario prevede la partecipazione formale di organismi privati al processo di elaborazione della normativa. Le istituzioni comunitarie hanno indicato negli IAS i principi contabili cui si dovranno adeguare le imprese quotate europee nei prossimi anni; tali principi, peraltro, dovrebbero subire un processo di "omologazione" (*endorsment mechanism*) affidato a un organismo di tipo politico e a uno di tipo tecnico. A quest'ultimo, parteciperebbero i rappresentanti dei principali soggetti interessati alla materia, ossia imprese, revisori e analisti, altri esperti contabili e investitori.

Oltre queste forme di coinvolgimento dei privati nella formazione della normativa, hanno trovato diffusione sempre maggiore nell'ordinamento finanziario internazionale, alcune forme di autoregolamentazione in senso proprio che, per le ragioni precedentemente richiamate sugli interessi generali coinvolti nella materia, svolgono un ruolo ancillare della regolamentazione pubblica, integrandola per alcuni profili da questa non trattati²⁷. Tali aspetti sono oggetto dei prossimi paragrafi. Nel primo sono esaminati i codici di condotta adottati dagli operatori nei rapporti con la clientela; in questo caso sono stati avviati alcuni esperimenti di "concertazione" delle regole fra le parti interessate. Nel secondo paragrafo viene analizzato il contributo dei privati alla formazione del diritto finanziario attraverso la diffusione di contratti standardizzati nel contesto internazionale.

²⁷ Quest'analisi è coerente con quanto osservato più in generale (cfr. Egan, 2001) in merito agli assetti istituzionali dell'ordinamento europeo, il quale pur risultando improntato a una forte connotazione pubblicistica della regolamentazione per la creazione del mercato unico (specie nel confronto con il sistema statunitense) prevede, in casi sempre più numerosi, forme di delega della regolamentazione a soggetti privati per la fissazione di standard regolamentari.

4.1 L'autoregolamentazione nei rapporti tra intermediari e clienti

Nella maggior parte dei paesi dell'Unione l'autoregolamentazione degli intermediari bancari e finanziari ha svolto fino a oggi un ruolo limitato ai rapporti tra imprese e clienti.

Nell'ordinamento italiano i pochi esempi sono rappresentati da codici deontologici e dagli organismi per la soluzione extragiudiziale delle controversie con i consumatori²⁸. Negli altri paesi la situazione è simile. Nel settore bancario francese l'autoregolamentazione non ha svolto finora un ruolo significativo²⁹. In Belgio e nei Paesi Bassi sono più sviluppati codici di condotta e linee guida nei rapporti con la clientela³⁰. Anche nel Regno Unito, dove tradizionalmente l'autoregolamentazione ha avuto un ruolo importante fra le fonti del diritto, l'utilizzo in questo settore è limitato a due codici di condotta, sottoposti recentemente a critiche sulla loro efficacia in termini di tutela dei consumatori³¹.

A un primo approccio, si potrebbe ritenere che nei limiti in cui la convergenza degli ordinamenti in sede europea è perseguita attraverso un progressivo aumento dell'armonizzazione delle regole a livello

²⁸ L'Associazione bancaria italiana ha redatto un codice di comportamento nel 1998, cui aderisce la quasi totalità delle banche; nel 1993 è stato istituito, sempre su iniziativa dell'ABI, un *Ombudsman* per la soluzione delle controversie tra banche e clienti di importo contenuto, i cui limiti di operatività sono stati ampliati nel 1998.

²⁹ L'unica iniziativa di rilievo è il dispositivo di risoluzione delle controversie con la clientela istituito nel 1995 dall'*Association Française des Sociétés Financières* (ASF).

³⁰ Le associazioni bancarie del Benelux hanno ampiamente sviluppato codici di autoregolamentazione che hanno soprattutto lo scopo di rispondere alle attese sociali di una migliore protezione del consumatore. Nei Paesi Bassi, la *Nederlandsche Vereniging van Banken* (NVB), associazione che raggruppa quasi tutte le banche olandesi, ha messo a punto codici di condotta e linee guida di comportamento nello svolgimento dell'attività: il *Privacy Code of Conduct for Banks*, che protegge la *privacy* quando si proceda a registrare dati personali dei clienti; la *General Declaration against Racial Discrimination*; il *Chinese Walls Code of Conduct* (un codice che promuove la riservatezza nel trattamento dei dati che possono influenzare i prezzi delle azioni); il *Private Investment Transactions Regulation* (per combattere l'*insider trading*); il *Mortgage Finance Code of Conduct* (regole di condotta per il credito ipotecario); l'*Integrity Code*.

³¹ Nel Regno Unito l'autoregolamentazione inglese in materia resta affidata a due codici: il *Banking Code*, prodotto dalla *British Bankers' Association* e il *Mortgage Code*, prodotto dal *Committee of Mortgage Lenders*, che si riferiscono fondamentalmente all'attività bancaria al dettaglio. Tuttavia in questo campo in relazione ai problemi di equilibrio contrattuale e di tutela dei consumatori anche il legislatore inglese è intervenuto con il *Consumer Credit Act* del 1974 e l'*Unfair Contract Terms Act* del 1977. Nel 1999 è stato istituito il *Banking Code Standard Board*, preposto a registrare le istituzioni bancarie che aderiscono allo schema e a monitorare il rispetto del *Banking Code*. Più recentemente, a seguito del *Cruickshank Report* è stato istituito un comitato, per formulare proposte di rafforzamento del *Banking Code*.

comunitario, appare naturale la riduzione dello spazio dell'autoregolamentazione fra le fonti del diritto finanziario.

In realtà, l'ordinamento comunitario non presenta indicazioni univoche in tal senso. Rileva ancora una volta la direttiva sul commercio elettronico. Essa afferma che gli stati membri e la Commissione incoraggiano le associazioni e le organizzazioni professionali a elaborare codici di condotta a livello comunitario che precisino le informazioni che possono essere fornite a fini di comunicazioni commerciali (art. 8, par. 2). La stessa Commissione è impegnata a tenere in debito conto i codici di condotta applicabili a livello comunitario e ad agire in stretta cooperazione con le pertinenti associazioni e organizzazioni professionali³².

Queste indicazioni mostrano chiaramente che anche la scelta di una più accentuata armonizzazione delle norme in sede comunitaria non riesce a risolvere tutti i problemi di tutela dei consumatori e di conflitto fra norme di diversi paesi.

La normativa in materia di codici di condotta da parte della Comunità presenta una peculiarità che li distingue dalle tradizionali forme di autoregolamentazione: la partecipazione al processo di elaborazione e di applicazione dei Codici delle associazioni che rappresentano i consumatori. Non si tratta quindi di regole elaborate dalle imprese o dalle loro organizzazioni, ma di una forma di negoziazione della regolamentazione fra i soggetti interessati che, pur comportando problemi di rappresentatività dei soggetti partecipanti alla definizione delle regole, consente di superare le critiche di parzialità degli interessi presi in considerazione dalla disciplina, tradizionalmente svolte nei confronti dell'autoregolamentazione.

Un altro esempio di regolamentazione negoziata è rappresentata dalla recente Raccomandazione della Commissione europea (1° marzo 2001, n. 477) in materia di informativa pre-contrattuale nella concessione di mutui per l'acquisto della casa d'abitazione. Questa raccomandazione prevede una serie di informazioni, da fornire ai consumatori, negoziate tra associazioni che rappresentano le banche e quelle dei consumatori, sotto il patrocinio della Commissione. In questo caso le istituzioni

³² Cfr. sul tema Palumbo (2001).

comunitarie hanno ritenuto di rafforzare la capacità impositiva della disciplina, recependo in una fonte di rango più elevato (anche se le Raccomandazioni della Commissione non sono vincolanti per gli stati membri) i contenuti della disciplina volontariamente concordata dalle parti.

4.2 *Contratti, autoregolamentazione e vigilanza*

L'esame delle fonti del diritto finanziario mostra una singolare discrasia: se nei singoli ordinamenti nazionali l'autoregolamentazione è sempre meno importante, a livello internazionale si stanno sviluppando interessanti forme di autodisciplina non riconducibili ai tradizionali codici di condotta. A questo proposito è fondamentale l'attività svolta dagli operatori economici e dalle loro associazioni in materia contrattuale, finora oggetto di limitati interventi di regolamentazione pubblica tendenti all'armonizzazione.

Anche nel contesto europeo, nonostante numerose direttive abbiano avuto riflessi importanti sul diritto dei contratti, come quelle riguardanti il credito al consumo (direttiva 87/102, modificata dalla direttiva 98/7/CE), ovvero le clausole abusive (direttiva 93/13/CEE), quest'aspetto non è stato oggetto, fino a tempi recenti, di proposte di regolamentazione organica³³; la Comunicazione della Commissione europea sul diritto contrattuale è del 2001 (Commissione 2001/C 255/01). Essa non propone una soluzione unitaria, ma una serie di possibili opzioni per favorire l'armonizzazione delle regole nella UE che includono, come soluzioni estreme, l'assenza di un'azione o l'adozione di una nuova ed esaustiva legislazione a livello comunitario. Fra le opzioni intermedie è suggerita la promozione di un complesso di principi comuni e il miglioramento qualitativo della legislazione già esistente. Anche nell'ipotesi in cui si scelga la strada dell'armonizzazione esaustiva, comunque, l'esigenza di preservare il principio dell'autonomia contrattuale indica che la disciplina europea difficilmente potrebbe essere considerata vincolante, quanto meno nei settori in cui non sia prevalente l'esigenza di tutela dei consumatori; essa resterebbe un complesso di norme applicabile salvo espressa esclusione delle parti.

³³ Cfr. Alpa (1998), Mattei (1999).

L'autoregolamentazione svolgerebbe ovviamente un ruolo cruciale nella prima impostazione (assenza di intervento comunitario), ma anche nel caso si intenda solo promuovere principi comuni. Questi ultimi potrebbero essere contenuti in veri e propri codici di condotta. Inoltre, la Commissione, consapevole della diffusione della prassi diffusa nelle transazioni economiche transnazionali dei contratti standardizzati che, conferendo alle parti certezza giuridica, hanno acquisito uno *status* quasi normativo, ipotizza che la stessa Unione potrebbe promuovere l'elaborazione di contratti-tipo da parte degli interessati.

L'internazionalizzazione delle attività economiche ha condotto a un ampio fenomeno di standardizzazione delle forme contrattuali da parte di organismi privati, in larga parte rappresentativi degli imprenditori. In questo contesto il contratto rappresenta uno strumento di regolamentazione più efficace rispetto alla rigidità della legge.

Si tratta di un fenomeno osservato da tempo che ha dato luogo a un ampio dibattito sulla nascita di una nuova *lex mercatoria* e sulla corretta interpretazione della stessa³⁴. Le istanze di universalismo proprie dei rapporti del commercio internazionale hanno, da lungo tempo, mostrato la nascita di prassi consolidate internazionali in materia contrattuale (sono noti i casi del leasing, *factoring*, *lettres de patronage*). E' molto efficace al proposito l'immagine di "istituti che galleggiano sul tessuto degli ordinamenti giuridici dell'Europa continentale ancora coi loro intatti appellativi inglesi"³⁵. L'autoregolamentazione in questo caso è legata al ruolo del contratto fra le fonti del diritto e, in particolare, alla capacità delle imprese (e degli studi legali che le assistono, anch'essi di dimensioni e rilievo internazionale) di diffondere questi contratti standard³⁶. Si tratta, in altri termini, di una prassi economica tradotta in diritto che trova applicazione, in caso di controversia, da parte di giudici arbitrali. I tentativi di codificazione nella materia provengono nella maggior parte proprio da organizzazioni private come la Camera di Commercio Internazionale (CCI). Un'applicazione più recente di *lex*

³⁴ Per un'ampia analisi del fenomeno e della letteratura in materia, cfr. De Ly (2000); sullo sviluppo della *lex mercatoria* alle origini del diritto commerciale, cfr. per tutti Galgano (1976).

³⁵ Grossi (2002).

³⁶ Sul punto, cfr. Roppo (2001).

mercatoria, nel senso ora illustrato, riguarda l'attività svolta via Internet³⁷.

Il fenomeno della standardizzazione contrattuale per favorire la gestione degli affari a livello internazionale ha trovato diffusione anche in campo bancario e finanziario, come soluzione per evitare l'incertezza sugli effetti applicabili nei differenti stati a un medesimo rapporto negoziale³⁸.

4.2.1 *Derivati su crediti*

Un esempio importante di questo fenomeno è rappresentato dalle operazioni di derivati su crediti. I *credit derivatives* sono negozi che consentono di separare il rischio dal credito da cui trae origine. Il rischio può essere quindi trasferito e negoziato sul mercato, mentre il credito sottostante viene mantenuto nel portafoglio dell'intermediario per la prosecuzione del rapporto con il cliente.

I contratti derivati su crediti utilizzati dagli intermediari rispondono a schemi negoziali adottati in maniera uniforme a livello internazionale. Questi schemi sono elaborati dall'ISDA (*International Swap Derivatives Association*), un'associazione internazionale che raccoglie oltre 490 membri tra i maggiori enti finanziari che, sul mercato mondiale, effettuano negoziazioni private di strumenti derivati. La standardizzazione della contrattualistica degli strumenti derivati è uno degli scopi principali dell'associazione.

La realizzazione di queste operazioni comporta riflessi importanti sulla rischiosità degli attivi bancari e, pertanto, esse sono state oggetto di attenzione anche da parte della normativa di vigilanza.

In attesa del rinnovo dell'Accordo sul capitale in corso a Basilea, che dovrebbe trattare la materia (l'accordo del 1988 attualmente vigente non considera i derivati), molti dei paesi comunitari che partecipano al gruppo dei dieci, tra cui l'Italia, hanno emanato in tempi recenti norme sul trattamento prudenziale di queste operazioni (in particolare con riguardo al coefficiente patrimoniale).

³⁷ Il tema è approfondito in Finocchiaro (2001).

³⁸ White (1996), Carriero (2000), Recine (2003).

L'aspetto interessante di questa disciplina, ai nostri fini, riguarda la circostanza che le normative emanate dalle competenti autorità di vigilanza dei vari paesi, in assenza di una disciplina di rango legislativo, in sede sia nazionale sia internazionale, hanno come riferimento proprio gli schemi contrattuali redatti dall'ISDA; da ciò si trae conferma della diffusione degli schemi contrattuali elaborati da quest'associazione e della loro attuazione in maniera uniforme da parte degli intermediari. Nella circolare diffusa dall'ABI agli intermediari associati³⁹, si legge espressamente che le definizioni utilizzate nelle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia, "accogliendo anche i suggerimenti dell'ABI", adottano una terminologia coerente con quella utilizzata dall'ISDA.

Nella materia in discorso autoregolamentazione ed eteroregolamentazione si integrano in maniera anche più complessa. La prassi contrattuale internazionale nella materia ha elaborato anche dei contratti di compensazione contrattuale che consentono di ridurre il rischio di credito sui contratti derivati. I contratti in questione hanno assunto un rilievo importante nella pratica finanziaria degli intermediari negli ultimi anni, atteso che essi consentono sensibili benefici finanziari in termini di riduzione del capitale immobilizzato e, quindi, di costo del capitale. Anche in questo caso si tratta di schemi negoziali uniformi redatti dall'ISDA; in particolare si tratta di due *master agreements* (il primo del 1987 e il secondo del 1992). Sottoscrivendo tale contratto normativo le parti convengono la disciplina applicabile alle future transazioni⁴⁰ che stipuleranno attraverso lo scambio di dichiarazioni scritte (*confirmations*) recanti l'indicazione degli elementi essenziali della singola operazione (capitale di riferimento, parametro applicabile, scadenze previste per i pagamenti)⁴¹.

In questa materia esistono, peraltro, disposizioni legislative contenute nella direttiva 96/10/CE (riguardante il riconoscimento della compensazione contrattuale da parte delle autorità competenti). La direttiva prevede che le competenti autorità di vigilanza dei paesi membri riconoscono, ai fini della normativa sui coefficienti patrimoniali, un

³⁹ Circolare ABI del 13 novembre 2000.

⁴⁰ Nelle varie forme di *netting* adottate, le diverse obbligazioni nascenti dal contratto sono ricondotte a un quadro unitario attraverso la sottoposizione a un'unica legge regolatrice, in modo da prescindere dai diversi ordinamenti astrattamente applicabili ai vari rapporti coinvolti nell'operazione di compensazione.

⁴¹ Cfr. Caputo Nasseti (1997), Perrone (1998).

effetto di riduzione del rischio alle compensazioni contrattuali bilaterali dei contratti derivati, a condizione che siano rispettati alcuni requisiti. Fra questi vi è quello che prescrive alle banche di mettere a disposizione delle autorità di vigilanza pareri giuridici scritti e motivati i quali inducano a ritenere che, nel caso di impugnazione in giudizio, siano riconosciuti gli effetti giuridici della compensazione, ovvero gli intermediari restino responsabili solo nei limiti degli importi netti risultanti a seguito delle compensazioni in base al diritto di ciascuna delle giurisdizioni competenti.

Il sistema di regole pubbliche, quindi, fa affidamento non solo sulle condizioni contrattuali elaborate in maniera autonoma dagli stessi destinatari delle norme, ma anche sull'attestazione dell'efficacia degli stessi contratti nei vari paesi effettuata da altri soggetti privati, quali principalmente gli studi legali (*legal opinion*).

Va rilevato che in materia si osserva anche il processo inverso, in cui la disciplina pubblica influenza la definizione contrattuale della materia. I due *master agreements* dell'ISDA presentano una differenza rilevante a fini di vigilanza: la compensazione, in caso di verifica di una situazione di *early termination*⁴², prevede due diversi metodi di pagamento, definiti convenzionalmente come primo e secondo metodo. Il primo metodo stabilisce che l'obbligo di pagamento sussiste soltanto in capo alla parte inadempiente nei confronti di quella adempiente, mentre il secondo metodo impone l'obbligo di pagamento anche a carico della parte adempiente, se questa si trova in posizione di debito. La versione del *master agreement* del 1987 prevede solo il primo metodo, mentre nella successiva versione del 1992 è ammesso anche il secondo metodo. Le autorità di vigilanza italiane, al pari di quelle di altri paesi europei, hanno ritenuto maggiormente idoneo a garantire la piena effettività degli accordi di compensazione, ai fini del riconoscimento del beneficio in termini di coefficienti patrimoniali, solo il secondo metodo, che non consente alla parte adempiente di fare eccezione all'obbligo di pagamento. E' evidente, quindi, che questa scelta ha influito sulle

⁴² Tali situazioni sono previste nelle compensazioni per *close-out* (l'altro tipo di compensazione avviene per novazione). Gli *early termination events* sono distinti in *default event* ovvero l'inadempimento a pagare o a consegnare, la violazione di una clausola contrattuale, l'informativa inesatta o fuorviante, il fallimento, ecc., e in *termination events*, rappresentati in sostanza da cambiamenti della normativa legislativa e fiscale che rendono le operazioni effettuate illegali o più onerose.

soluzioni adottate dalla contrattazione uniforme, favorendo l'affermazione del *master agreement* del 1992.

4.2.2 Cartolarizzazione di crediti

Un'altra innovazione finanziaria per la quale l'autoregolamentazione, in particolare nella forma della standardizzazione contrattuale, ha assunto negli ultimi anni un rilievo significativo è la cartolarizzazione dei crediti.

Le operazioni di cartolarizzazione hanno avuto una larga diffusione nella finanza internazionale e in molti paesi. Esse rendono possibile la negoziazione di parte delle attività di un'impresa. Attraverso la cartolarizzazione l'intermediario cede una parte dei propri crediti, ovvero del rischio connesso a tali crediti, a uno *special purpose vehicle* che emette titoli, rappresentativi dei crediti originari, destinati per lo più ad essere collocati sul mercato.

Le operazioni sono articolate sulla base di una serie di contratti collegati che hanno subito un processo di standardizzazione e, attualmente, sono adottati in maniera uniforme a livello internazionale. I riconoscimenti legislativi della fattispecie – come la legge italiana del 30 aprile 1999, n. 130 – sono serviti a consentire la realizzazione di alcuni effetti della cartolarizzazione. In Italia l'intervento normativo ha reso possibile il riconoscimento sul piano giuridico del patrimonio separato, attraverso l'istituzione di società finanziarie di diritto italiano specializzate nell'emissione di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione (“società veicolo”); in passato gli intermediari italiani effettuavano una parte dell'operazione in Italia, la cessione dei crediti, e un'altra parte in paesi che, sulla base dell'istituto del *trust*, consentivano la segregazione patrimoniale dei crediti ceduti.

Le operazioni di cartolarizzazione poste in essere da banche assumono un rilievo significativo sotto il profilo di vigilanza, in particolare con riguardo all'applicazione del coefficiente patrimoniale. L'assenza di una disciplina prudenziale di queste operazioni armonizzata a livello internazionale (nel Comitato di Basilea la materia è ancora in corso di discussione nell'ambito della più generale riforma del capitale) ha indotto comunque le autorità di vigilanza di numerosi paesi europei,

analogamente a quanto avvenuto per i derivati su crediti, a fornire alcune indicazioni anche per evitare arbitraggi normativi.

Ai fini della definizione del trattamento prudenziale delle operazioni, le autorità di vigilanza hanno fatto riferimento, anche in questo caso, alla prassi negoziale adottata dagli intermediari. La Banca d'Italia ha stabilito le norme prudenziali alle quali le banche italiane devono attenersi nel momento in cui esse intervengono, a qualsiasi titolo, in operazioni di cartolarizzazione strutturate ai sensi della legge 130/1999 oppure originanti in un quadro legislativo differente.

Le stesse disposizioni di vigilanza precisano che, in occasione della predisposizione di un'operazione di cartolarizzazione, le banche devono portare a conoscenza la struttura tecnico-giuridica delle operazioni e fornire ogni elemento utile che consenta di valutare l'effettiva allocazione dei rischi a seguito della cartolarizzazione.

La regolamentazione di vigilanza⁴³, inoltre, ha esaminato anche alcune fattispecie particolari di cartolarizzazione, diffuse sui mercati nazionali e internazionali, che utilizzano tecniche di attenuazione dei rischi basate sull'impiego di derivati su crediti e che prescindono totalmente dal quadro legislativo italiano. In particolare, la disciplina ha regolamentato le operazioni nelle quali il trasferimento a terzi del rischio di credito gravante su un determinato portafoglio è realizzato mediante contratti derivati su crediti e con la cartolarizzazione di una quota del suddetto rischio (cosiddette "cartolarizzazioni sintetiche").

In altri termini la definizione degli interessi determinata liberamente dalle parti sulla base della contrattualistica adottata costituisce il punto di riferimento della regolamentazione pubblica. Le istruzioni di vigilanza stabiliscono alcune indicazioni di carattere generale che sono costruite sulla base di quelle che sono le ipotesi di strutturazione dell'operazione maggiormente in uso a livello internazionale. Di ciò è dimostrazione anche l'impiego del "lessico particolare" utilizzato, per qualificare le fattispecie, dalle disposizioni di vigilanza: si nota, ad esempio la distinzione tra titoli *senior*, *mezzanine* e *junior*, del tutto estranea alla tradizione giuridica italiana. Le espressioni

⁴³ Cfr. da ultimo la circolare della Banca d'Italia del dicembre 2001, in "Bollettino di vigilanza", dicembre 2001, n. 12.

impiegate appaiono autosufficienti a prescindere dal loro inquadramento in un ordinamento statale particolare⁴⁴.

4.3 *Alcune conclusioni*

Quanto illustrato nei precedenti paragrafi indica un aumento del novero e della rilevanza delle regole prodotte dai privati nel settore finanziario, anche se non si può affermare che ciò comporti una progressiva diminuzione dell'importanza delle regole pubbliche. Si tratta di un processo di integrazione fra regole pubbliche e regole private nei campi in cui l'innovazione finanziaria è più rapida della capacità delle autorità di individuare i fenomeni e di disciplinarli⁴⁵. Su questo processo influisce, inoltre, l'internazionalizzazione delle attività finanziarie. Autoregolamentazione ed etero-regolamentazione contribuiscono entrambe a definire il complesso quadro normativo⁴⁶.

La presenza di significativi esempi di autoregolamentazione, in un settore come quello bancario e finanziario tradizionalmente soggetto a penetranti controlli pubblici, può rappresentare, inoltre, un elemento in favore delle critiche svolte da più autori⁴⁷ alla tesi di Irti⁴⁸, secondo cui il diritto – inteso come legislazione pubblica in senso stretto – conforma i vari regimi di produzione e circolazione dei beni.

⁴⁴ Così Carbone (2000).

⁴⁵ Cfr. Frasca (2002), secondo il quale l'autoregolamentazione in molti casi integra l'attività di vigilanza: non si sostituisce ai controlli pubblici, li affianca e ne accresce l'efficacia.

⁴⁶ Fois (2001).

⁴⁷ Rossi (1999), Draghi (1999).

⁴⁸ Irti (1998). Libonati (1999) suggerisce che la tesi sostenuta da Irti e quella dei fautori dell'idea che il mercato viva anche senza le regole non siano totalmente inconciliabili.

Bibliografia

- Alexander K. (2000), *The Role of Soft Law in the Legalization of International Banking Supervision: A Conceptual Approach*, University of Cambridge, Economic & Social Research Council, Centre for Business Research, Working Paper Series, n. 168.
- Alpa G. (1998), *Nuove frontiere del diritto contrattuale*, Roma, Edizioni Seam.
- Armstrong K. A. e Shaw J. (1998), *Integrating Law: An Introduction*, in “Journal of Common Market Studies”, vol. 36, n. 2, pp. 147-154.
- Banca centrale europea (2002), *Bollettino mensile*, maggio, pp. 57-68.
- Benston G. J. (1994), *International Harmonisation of Banking Regulations and Cooperation among National Regulators: An Assessment*, in “Journal of Financial Services Research”, vol. 8, n. 3, pp. 205-225.
- Bruni F. (2001), *Alla ricerca di una regolamentazione finanziaria per l'Europa: fra vecchi e nuovi problemi*, in *Sesto rapporto sul sistema finanziario italiano. Dalla banca alla eurobank nuovi mercati e nuove regole*, Roma, Edibank, vol. II.
- Caputo Nasseti F. (1997), *Profili civilistici dei contratti “derivati” finanziari*, Milano, Giuffrè.
- Carbonara E. e Scarpa C. (1998), *Autoregolazione, decentralizzazione e incentivi nella riforma dei mercati di Borsa*, in “Banca Impresa Società”, vol. 117, n. 3, pp. 383-418.
- Carbone S. M. (2000), *Strumenti finanziari, corporate governance e diritto internazionale privato tra disciplina dei mercati finanziari e ordinamenti nazionali*, in “Rivista delle Società”, vol. 45, n. 3-4, pp. 457-479.
- Carriero G. (2000), *Le fonti negoziali del diritto nel settore bancario e finanziario*, in “Foro italiano”, V, c. 88-102.
- Carriero G. (2001), *Vendita a distanza, informazione precontrattuale, disciplina comunitaria: la tutela del consumatore di servizi finanziari*, in A. Antonucci (a cura di), *E-commerce. La direttiva 2000/31/CE e il quadro normativo della rete*, Milano, Giuffrè, pp. 69-92.

- Ciocca P. (2001), *Vigilanza: una o più istituzioni?*, in “Banca Impresa Società”, vol. 20, n. 3, pp. 429-433.
- Ciocca P. (2002), *Testo Unico della disciplina in materia di intermediazione finanziaria. Audizione presso la VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati*, Roma, 5 giugno.
- Committee of Wise Men (2001), *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets* (“Rapporto Lamfalussy”), Brussels, European Commission.
- Dassesse H., Isaacs S. e Penn G. (1994), *EC Banking Law*, London, Lloyd’s of London Press.
- Davies H. (1999), *Financial Regulation and the Law*, Chancery Bar Association and Combar Spring Lecture, Londra, Lincoln’s Inn, 3 marzo.
- De Ly F. (2000), *Lex Mercatoria (New Law Merchant): Globalisation and International Self-regulation*, in “Diritto del commercio internazionale”, vol. 14, n. 3, pp. 555-590.
- Dewatripont M. e Tirole J. (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge MA, MIT Press.
- Draghi M. (1999), *Intervento*, in *Il dibattito sull’ordine giuridico del mercato*, Bari-Roma, Laterza, pp. 81-93.
- Egan M. (2001), *Constructing a European Market*, Oxford, Oxford University Press.
- Esty D. C. e Geradin D. (2001), *Regulatory Co-Opetition*, in Idd. (a cura di), *Regulatory Competition and Economic Integration*, Oxford, Oxford University Press, pp. 30-46.
- Fabbri C. (2003), *Tendenze evolutive nella regolamentazione del risparmio gestito*, Ente Einaudi, Quaderni di Ricerche, n. 39.
- Ferrarini G. (1996), *Verso un’autoregolazione della Borsa e degli altri mercati organizzati*, in “Banca Impresa Società”, vol. 15, n. 1, pp. 105-118.
- Ferrarini G. (2002a), *L’ammissione a quotazione: natura, funzione, responsabilità e self-listing*, in “Analisi giuridica dell’economia”, vol. 1, pp. 11-50.

- Ferrarini G. (2002b), *Pan-European Securities Markets: Policy Issues and Regulatory Responses*, Centro di Diritto e Finanza, Ce.di.f. Working Paper Series, n. 4.
- Finocchiaro G. (2001), *Lex mercatoria e commercio elettronico. Il diritto applicabile ai contratti conclusi su Internet*, in “Contratto e impresa”, anno XVII, vol. 2, pp. 571-610.
- Fois C. (2001), *Le clausole generali e l'autonomia statutaria nella riforma del sistema societario*, in “Giurisprudenza commerciale”, vol. 28.4, I, pp. 421-458.
- Frasca F. (2002), *Autoregolamentazione e ordinamento bancario*, Roma, Banca d'Italia, mimeo.
- Galgano F. (1976), *Storia del diritto commerciale*, Bologna, Il Mulino.
- Giannini C. (2002), *Promoting Financial Stability in Emerging-Market Countries: The Soft Law Approach and Beyond*, in “Comparative Economic Studies”, vol. 44, n. 2, pp. 125-167.
- Giovanoli M. (a cura di) (2000), *International Monetary Law: Issues for the New Millennium*, Oxford, Oxford University Press.
- Godano G. (1996), *La legislazione comunitaria in materia bancaria*, Bologna, Il Mulino.
- Godano G. (2002), *Commento all'art. 57*, in G. Alpa e F. Capriglione (a cura di), *Il diritto bancario comunitario*, Torino, UTET.
- Goodhart C. A. E. (2002), *The Organizational Structure of Banking Supervision*, in “Economic Notes”, vol. 31, n. 1, pp. 1-32.
- Grossi P. (2002), *Globalizzazione, diritto, scienza giuridica*, in “Foro italiano”, V, c. 151-164.
- IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) (2000), *Model for Effective Regulation*, Paris, maggio.
- Irti N. (1998), *L'ordine giuridico del mercato*, Bari-Roma, Laterza.
- Libonati B. (1999), *Intervento*, in *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Bari-Roma, Laterza, pp. 103-140.
- Marotta G. e Pittaluga G. B. (1993), *La regolamentazione degli intermediari bancari*, Bologna, Il Mulino.

- Mattei U. (1999), *Il nuovo diritto europeo dei contratti, tra efficienza ed uguaglianza. Regole, dispositive, inderogabili e coercitive*, in “Rivista critica del diritto privato”, pp. 611-649.
- Onado M. (1992), *Economia dei sistemi finanziari*, Bologna, Il Mulino.
- Onado M. (2001), *European Integration and Financial Regulation: Towards a European Authority*, paper presentato alla Banca centrale europea, 19 gennaio.
- Padoa-Schioppa T. (1988), *Questions about Creating a European Capital Market, in 1992: One European Market? A Critical Analysis of the Commission's Internal Market Strategy*, Atti del convegno organizzato dall'Istituto universitario europeo svoltosi a Firenze nel giugno 1986, Baden-Baden, Nomos, pp. 283-292.
- Padoa-Schioppa T. (2002), *Self vs. Public Discipline in the Financial Field*, Londra, London School of Economics, 20 maggio, mimeo.
- Paces A. M. (2003), *La disciplina europea dei servizi finanziari al dettaglio: prospettive di armonizzazione e di concorrenza tra ordinamenti nella tutela del consumatore*, Ente Einaudi, Quaderni di Ricerche, in corso di pubblicazione.
- Palumbo G. (2001), *L'autodisciplina del mercato virtuale*, in A. Antonucci (a cura di), *E-commerce. La direttiva 2000/31/CE e il quadro normativo della rete*, Milano, Giuffrè, pp. 241-269.
- Perrone A. (1998), *Gli accordi di close-out netting*, in “Banca, Borsa e titoli di credito”, vol. 51, n. 1, I, pp. 51-76.
- Pettet B. (2000), *Developments in UK Securities Regulation: From Self Regulation to Public Regulation*, relazione presentata al seminario organizzato dalla Consob, Roma, 5 dicembre.
- Recine F. (2003), *Politiche legislative e contrattazione standardizzata nel settore finanziario: European Master Agreement*, Ente Einaudi, Quaderni di Ricerche, in corso di pubblicazione.
- Roppo V. (2001), *Il contratto e le fonti del diritto*, in “Contratto e impresa”, pp. 1083-1095.
- Rossi G. (1999) *Intervento*, in *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Bari-Roma, Laterza, pp. 63-71.

- Scarpa C. (1999), *The Theory of Quality Regulation and Self-Regulation*, in G. Fiorentini e B. Bortolotti (a cura di), *Organized Interests and Self-Regulation: An Economic Approach*, Oxford, Oxford University Press, pp. 237-260.
- Siracusano F. (2001), *La prevenzione dei rischi derivanti dall'attività finanziaria online nelle direttive degli organismi internazionali delle autorità di vigilanza*, relazione presentata al seminario organizzato da Ced-Corte di Cassazione "Online Financial Institutions and Organised Crime", Roma, 30 novembre-1° dicembre.
- Sousi-Roubi B. (1995), *Droit bancaire européen*, Paris, Dalloz.
- Sun J.-M. e Pelkmans J. (1995), *Regulatory Competition in the Single Market*, in "Journal of Common Market Studies", vol. 33, n. 1, pp. 67-89.
- Szego B. (2003), *La definizione di attività bancaria e finanziaria tra legge e innovazione*, Ente Einaudi, Quaderni di Ricerche, n. 43.
- Vella F. (1997), *L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, in "Banca Impresa Società", vol. 16, n. 1, pp. 3-25.
- Vella F. (2001), *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*, in "Banca Impresa Società", vol. 20, n. 3, pp. 351-375.
- White W. R. (1996), *International Agreements in the Area of Accomplishments and Outstanding Issues*, BIS Monetary and Economic Department Working Paper, n. 38.