

# Mercati finanziari: una regolamentazione moderata piuttosto che una completa riorganizzazione

## dossierpolitica

13 aprile 2015

Numero 4

**Piazza finanziaria** La piazza finanziaria svolge un ruolo importante per la Svizzera. Essa figura tra le più performanti al mondo sotto diversi punti di vista e contribuisce in maniera significativa alla creazione di valore e al benessere della popolazione. Un mercato dei capitali libero e trasparente riveste dunque un'importanza primaria. A seguito delle riflessioni che la crisi finanziaria ha forzatamente imposto, il Consiglio federale propone ora una revisione in profondità: esso intende abrogare le leggi esistenti e trasferire il loro contenuto in nuovi testi. Numerose nuove disposizioni dovrebbero essere aggiunte. Una simile riorganizzazione completa è estremamente rischiosa. Oggi, nessun altro settore è così fortemente regolamentato come i mercati finanziari: questa regolamentazione è giustificata fino ad un certo punto e perfino necessaria. Bisogna però sistematicamente assicurarsi della legittimità delle ingerenze dello Stato e delle regolamentazioni.

### La posizione di economiessuisse

- ▶ economiessuisse è favorevole ad una ragionevole modernizzazione della regolamentazione dei mercati finanziari e ad un allineamento agli standard internazionali.
- ▶ L'organizzazione si oppone per contro ad una revisione esaustiva e rischiosa che compromette la certezza del diritto, che sarebbe in fin dei conti dannosa per la piazza finanziaria e i clienti.
- ▶ La regolamentazione deve tener conto della diversità degli attori, in particolare nel settore finanziario. Senso della misura e precisione sono essenziali.
- ▶ La Legge sull'infrastruttura finanziaria (LInFi) è sulla via giusta. Alcune disposizioni del progetto LSF/LIFin vanno, per contro, troppo lontano. Occorre ora seguire, con occhio critico, le proposte di ridimensionamento del Consiglio federale.



## La regolamentazione è una sfida permanente

► La strategia in materia di mercati finanziari definisce i grandi assi della regolamentazione dei mercati finanziari.

Lo Stato ha il dovere di mettere in atto un quadro normativo adeguato per il settore finanziario, all'interno del quale le imprese interessate hanno sufficiente libertà per organizzare le loro attività. A seguito della crisi finanziaria del 2008, le pressioni nazionali e internazionali per un adattamento della legislazione in vigore si sono moltiplicate. I grandi assi della regolamentazione dei mercati finanziari definita dalla Confederazione dipendono dalla strategia in materia di mercati finanziari adottata nel 2009<sup>1</sup>. Quest'ultima fissa quattro obiettivi strategici:

- fornitura di servizi di qualità superiore all'economia nazionale;
- garanzia di un contesto favorevole alla creazione di valore aggiunto nel settore finanziario;
- garanzia della stabilità del sistema e del suo buon funzionamento;
- tutela dell'integrità e della reputazione della piazza finanziaria.

Nel suo rapporto sulla politica dei mercati finanziari pubblicato nel 2012, il Consiglio federale ha fatto il punto sull'avanzamento dei lavori concernenti l'adozione delle misure previste e precisato che la politica in questione perseguiva tre obiettivi: la qualità, la stabilità e l'integrità<sup>2</sup>. Si era qui giunti alla conclusione che numerose misure potevano già essere messe in atto efficacemente.

► Il gruppo di esperti Brunetti elabora delle piste per sviluppare la piazza finanziaria.

Alla fine del 2013, il Consiglio federale ha istituito, sotto la guida del professor Brunetti, un gruppo di esperti. Nel suo rapporto finale<sup>3</sup>, quest'ultimo emise delle raccomandazioni in merito al processo di regolamentazione, l'accesso al mercato, il contesto fiscale svizzero e i rischi economici.

► Il comitato consultivo «Futuro della piazza finanziaria» garantirà gli scambi fra gli attori del mercato e il legislatore.

Il mandato di questo gruppo di esperti si è concluso alla fine del 2014. Al suo posto è stato creato un comitato consultivo "Futuro della piazza finanziaria". Questo comitato garantirà gli scambi regolari fra i principali attori della strategia in materia di mercati finanziari e valuterà le sfide fondamentali che la piazza finanziaria dovrà affrontare. *economiesuisse* sarà rappresentata in questo organo dai suoi membri.

► Gli standard internazionali hanno un'influenza determinante sulla regolamentazione svizzera.

### Forte integrazione internazionale della Svizzera

I mercati finanziari sono fortemente interconnessi a livello internazionale, ciò che spiega come la regolamentazione svizzera sia ampiamente influenzata dagli standard internazionali. Il Comitato per la stabilità finanziaria (CSF)<sup>4</sup> svolge ad esempio un ruolo importante in occasione dell'elaborazione di nuove regolamentazioni applicabili ai mercati finanziari. Numerose riforme lanciate dopo la crisi finanziaria sono già ben avviate.

#### La regolamentazione deve garantire l'accesso ai mercati internazionali

In occasione della formulazione di nuove regolamentazioni nazionali, si tratta di verificare sistematicamente se esse avranno un impatto positivo sulla garanzia dell'accesso ai mercati esteri. È chiaro che dei servizi finanziari transfrontalieri potranno essere forniti soltanto se le regolamentazioni e la supervisione del paese esportatore sono considerati come equivalenti e conformi agli standard internazionali riconosciuti. È questo ad esempio il caso nell'ambito dell'UE. Altre regolamentazioni, come quelle in vigore negli Stati

<sup>1</sup> Assi strategici della politica svizzera in materia di mercati finanziari, rapporto del Consiglio federale del 16 dicembre 2009 in risposta al postulato Graber (09.3209).

<sup>2</sup> Rapporto del Consiglio federale concernente la politica finanziaria della Confederazione in materia di mercati finanziari del 19.12.2012.

<sup>3</sup> Rapporto finale del 1.12.2014 del gruppo di esperti incaricato dello sviluppo della strategia in materia di mercati finanziari.

<sup>4</sup> Il Comitato per la stabilità finanziaria (CSF) è un'organizzazione internazionale incaricata di vigilare sul sistema finanziario mondiale e di formulare delle raccomandazioni.

Uniti, hanno degli effetti extraterritoriali, di modo che il loro campo d'applicazione si estende agli intermediari finanziari domiciliati all'estero.

## Livelli regolamentari

La regolamentazione e la supervisione dei mercati finanziari si situano a vari livelli:

- ▶ Regolamentazione e supervisione macroprudenziale
- ▶ Regolamentazione e supervisione microprudenziale
- ▶ Autoregolazione

▶ Sorveglianza della stabilità del sistema finanziario nel suo insieme.

### Supervisione macroprudenziale

La supervisione macroprudenziale ha l'obiettivo di garantire la stabilità del sistema finanziario. Queste misure tendono, da una parte, a rafforzare la resistenza del sistema finanziario alle conseguenze di un rallentamento congiunturale e, dall'altra parte, a prevenire l'accumulo di rischi sistemici. L'approccio macroprudenziale comprende degli strumenti strutturali come le istruzioni comunicate direttamente agli istituti finanziari, per limitare le esposizioni che danno luogo a una concentrazione di rischi e per rafforzare la capacità di resistenza dei partecipanti al mercato.

▶ Supervisione di attori individuali.

### Sorveglianza microprudenziale

La supervisione microprudenziale si esercita a livello degli operatori di servizi finanziari. Ad esempio, la concessione di una licenza bancaria è accompagnata da numerose condizioni: l'istituto finanziario che ne fa richiesta deve presentare una capitalizzazione sufficiente e disporre delle competenze professionali richieste; il suo consiglio d'amministrazione e la sua direzione devono inoltre disporre di una buona reputazione. La FINMA controlla se le condizioni richieste sono rispettate e può, se necessario, anche intraprendere misure coercitive.

▶ L'autoregolazione è un principio organizzativo importante che si è rivelato efficace.

### Autoregolazione

Infine, il mercato finanziario svizzero è caratterizzato anche da un'autoregolazione efficace. L'autoregolazione è uno strumento di sorveglianza sperimentato sulla piazza finanziaria elvetica, e costituisce un pilastro essenziale dell'architettura del nostro mercato finanziario. La LFINMA prevede esplicitamente dei principi di autoregolazione e chiede all'autorità di sorveglianza del mercato finanziario di sostenere l'autoregolazione e di lasciarle sufficiente spazio. Inoltre, la legge sul riciclaggio di denaro (LRD) prevede la possibilità di creare un organismo di autoregolazione.

▶ Un riconoscimento ufficiale conferisce maggiore legittimità all'autoregolazione.

L'autoregolazione può svolgere un ruolo ancora più importante se viene messo in vigore un quadro normativo statale appropriato. Quest'ultimo consiste nel riconoscimento dell'autoregolazione come uno standard minimo, o può assumere la forma di un mandato conferito dal legislatore. Questo riconoscimento aumenta la legittimità, l'efficacia e la credibilità delle norme di autoregolazione eliminando le potenziali debolezze del processo. Esso contribuisce inoltre a fare in modo che l'autoregolazione sia considerata come un'alternativa equivalente alla regolamentazione statale, in Svizzera e all'estero. Il riconoscimento e la messa in atto dell'autoregolazione come uno standard minimo sono ad esempio stati espressamente regolati nella LFINMA<sup>5</sup>. Anche il Gruppo d'azione finanziaria (GAFI) ha giudicato il sistema di autoregolazione destinato a lottare contro il riciclaggio di denaro adeguato nel confronto internazionale ed equivalente alla regolazione statale.

<sup>5</sup> Cf. art. 7 cpv. 3 LFINMA.

### Motivi di una regolamentazione dei mercati finanziari

Le ragioni che possono rendere necessaria una regolazione dei mercati finanziari sono molto diverse:

#### Rischi sistemici

Il mercato finanziario presenta alcune particolarità, che sono anche accentuate dallo stretto legame tra il sistema finanziario e gli altri partecipanti (in particolare i beneficiari del credito, gli investitori, le casse pensioni, ecc.).

#### Informazione e trasparenza

I clienti di un intermediario finanziario importante come una banca o una compagnia d'assicurazioni sono in generale meno informati di quest'ultimo sulla quota di credito e la qualità dei prodotti finanziari proposti. La concorrenza svolge dunque un ruolo subordinato in occasione della scelta del miglior prodotto. In questo caso una regolamentazione ragionevole può sostituire la concorrenza.

#### Aspetti politico-economici

Le crisi del settore finanziario possono avere gravi conseguenze e causare danni economici ad ampi strati della popolazione. Come si è visto durante l'ultima crisi finanziaria, ne risultano dei costi e dei rischi considerevoli per lo Stato e, in fin dei conti, per la collettività. Il problema è ulteriormente aggravato dalla tematica «Too big to fail»<sup>6</sup>. Nel caso di imprese di importanza sistemica, il rischio di fallimento può portare ad un obbligo d'assicurazione implicita dei rischi privati per la collettività. Per limitare questi rischi, lo Stato ha la possibilità di introdurre delle regolamentazioni e dei meccanismi di sorveglianza allo scopo di prevenire le situazioni che presentano un potenziale pericolo.

► I meccanismi di mercato prevalgono. Servono delle regolamentazioni solo dove ciò è indispensabile.

## Limitazione delle ingerenze regolamentari

La tutela della libertà economica e del diritto di proprietà è il criterio essenziale di ogni ingerenza nell'economia di mercato. In un contesto giuridico liberale, occorre lasciare giocare le forze di mercato. Le ingerenze regolamentari devono limitarsi al minimo indispensabile. Gli aspetti seguenti devono in ogni caso essere presi in considerazione durante l'elaborazione di progetti di regolamentazione<sup>7</sup>:

- Necessità (sussidiarietà)
- Proporzionalità
- Mantenimento dell'attrattività della piazza finanziaria
- Rapporto costi/benefici
- Coerenza e coordinamento con la regolamentazione in vigore
- Differenziazione necessaria (nessuna «dimensione unica»)
- Ripercussioni sulla concorrenza e l'accesso al mercato
- Sistematica e chiarezza delle norme
- Presa in considerazione degli standard internazionali
- Consultazione degli ambienti interessati
- Trasparenza nei confronti del pubblico
- Coordinamento con le autorità e altre istanze

<sup>6</sup> Con la definizione « banca d'importanza sistemica » (« too big to fail » in inglese) si intendono gli istituti il cui fallimento recherebbe gravi danni al sistema finanziario svizzero.

<sup>7</sup> Cf. anche il rapporto del Consiglio federale concernente la politica finanziaria della Confederazione in materia di mercati finanziari del 19.12.2012, p. 17 ss, che può essere consultato all'indirizzo <http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/02679/index.html?lang=it>.

► La stima dei costi generati dalla regolamentazione è complicata.

#### «Net regulatory burden»

La regolamentazione e la sorveglianza generano dei costi. La grande sfida consiste nel determinare in pratica il grado ottimale della regolamentazione. Una regolamentazione lacunosa può generare dei rischi superflui, mentre una legislazione troppo spinta può asfissiare il mercato e frenare la capacità d'innovazione. Il fardello regolamentare non corrisponde alla differenza tra il valore aggiunto e i costi della regolamentazione, prima e dopo l'introduzione di quest'ultima. In pratica, è comunque difficile determinare questo valore.

Gli ambienti economici chiedono da anni di procedere ad un'analisi costi/benefici prima di introdurre una nuova regolamentazione. È quanto risulta dai principi in materia di regolazione già evocati, ma anche dalla linea direttiva n° 8 della FINMA<sup>8</sup>. In pratica è raro che simili analisi vengano effettuate, o che queste ultime prendano in considerazione tutti gli aspetti.

#### «Regulatory arbitrage» versus «regulatory overkill»

Gli attori sottoposti ad una regolamentazione tendono ad attenersi ad una prassi denominata «regulatory arbitrage»<sup>9</sup>. L'entità assoggettata alla regolamentazione cerca di trasferire alcune attività e segmenti regolamentati verso delle zone che non applicano simili regolamentazioni o verso legislazioni meno severe. Le contromisure rischiano di portare ad una «Regulatory overkill». Il collegamento internazionale dei mercati nonché la complessità crescente del diritto e dei prodotti finanziari sempre più opachi creano continuamente nuovi bisogni in materia di regolamentazione. Questa situazione porta ad una corsa senza fine tra i regolatori e i regolati. Questo fenomeno, che non è forzosamente negativo, è anche una conseguenza di un mercato dinamico che funziona bene.

## Regolamentazioni del mercato finanziario in vigore

### Attori

#### Banca Nazionale

La Banca nazionale svizzera (BNS) conduce la politica monetaria del paese nella sua qualità di banca centrale indipendente. La Costituzione federale e la legge le impongono di lasciarsi guidare dagli interessi generali del paese. Il suo obiettivo prioritario è quello di garantire la stabilità dei prezzi tenendo conto dell'evoluzione della congiuntura. Essa crea così delle condizioni propizie allo sviluppo economico.

Per assolvere la sua missione, la Banca nazionale dispone di competenze estese in materia di politica monetaria. Essa contribuisce anche in ampia misura alla stabilità del sistema finanziario analizzando le potenziali fonti di pericolo e indicando le misure da prendere. Essa partecipa anche all'elaborazione e alla messa in atto del quadro regolamentare della piazza finanziaria. Infine, essa sorveglia le infrastrutture finanziarie d'importanza sistemica.

I compiti principali della BNS consistono nell'approvvigionare in liquidità il mercato monetario in franchi svizzeri, nel garantire la fornitura di banconote, nel facilitare e garantire il buon funzionamento dei sistemi di pagamento senza contanti, nel gestire le riserve monetarie e nel contribuire alla stabilità del sistema

► La Banca nazionale si è vista attribuire vari mandati e competenze che le permettono di influenzare in maniera decisiva la regolamentazione e gli attori del mercato finanziario.

<sup>8</sup> Linee direttive della FINMA : <http://www.finma.ch/f/regulierung/gesetze/Documents/leitlinien-finanzmarktregulierung-20130703-f.pdf>.

<sup>9</sup> Il termine di arbitraggio designa il fatto di trarre profitto dalle differenze di prezzo tra diverse borse o mercati. In materia di regolamentazione, questo principio funziona anche fra i blocchi economici e segmenti che applicano prescrizioni diverse.

finanziario. Un altro compito della BNS è la partecipazione alla cooperazione monetaria internazionale.

La BNS svolge attualmente i suoi compiti ricorrendo principalmente agli strumenti operativi. Le attribuzioni in materia di politica monetaria designate quale «strumento sovrano» nell'attuale LBN differiscono dagli strumenti operativi nel senso che la Banca nazionale non interviene sul mercato libero come venditore o come acquirente, ma può obbligare i soggetti economici – molto spesso delle banche – ad adottare un certo comportamento.

### **Autorità federale di sorveglianza dei mercati finanziari (FINMA)**

Quale autorità di sorveglianza indipendente, la FINMA ha lo scopo di proteggere i creditori, gli investitori e gli assicurati e di vegliare al buon funzionamento dei mercati finanziari. In questo modo, essa contribuisce a migliorare la reputazione e la competitività della piazza finanziaria svizzera.

I compiti della FINMA sono descritti nella LFINMA. Oltre alle questioni organizzative concernenti l'istituzione, questa legge enuncia i principi fondamentali della regolamentazione dei mercati finanziari, include un regolamento relativo alla responsabilità e degli strumenti di sorveglianza e prevede delle sanzioni. La LFINMA funge dunque da cappello a tutte le altre leggi sulla sorveglianza dei mercati finanziari.

L'integrazione della FINMA nella sorveglianza macroprudenziale si basa sull'art. 5 LFINMA, in virtù del quale lo scopo della sorveglianza dei mercati finanziari è quello di garantire il buon funzionamento di questi ultimi. Il mandato della FINMA non si limita dunque solo al controllo della solvibilità e della stabilità degli istituti finanziari sottoposti ad una sorveglianza, ma comprende anche una componente che va al di là dei limiti istituzionali.

Per garantire una chiara delimitazione dei compiti e regolare la collaborazione nell'ambito della stabilità finanziaria, la FINMA, la BNS e il Dipartimento federale delle finanze hanno definito insieme la natura della loro cooperazione in caso di una grave crisi finanziaria.

### **Organismi di autoregolazione**

Un'autoregolazione che beneficia di un quadro normativo statale può avere degli effetti che raggiungono un'ampia portata. Per questo essa dovrebbe, nell'interesse delle parti in causa, soddisfare esigenze ben precise per quanto concerne i processi e le conseguenze. Le regolamentazioni devono essere trasparenti e facilmente accessibili. Le norme di autoregolazione devono inoltre essere promulgate e modificate in coordinamento con le autorità nazionali. Tutte le parti interessate devono inoltre essere coinvolte in maniera appropriata nel processo di regolazione.

L'Associazione svizzera dei banchieri (ASB), la Swiss Funds & Asset Manager Association (SFAMA), lo SWX Swiss Exchange (SWX) e la Camera fiduciaria (CF) sono le principali organizzazioni di autoregolazione in Svizzera. In materia di riciclaggio di denaro, l'organismo di autodisciplina (OAD) assume importanti compiti che gli vengono attribuiti dalla LRD.

► L'autorità di sorveglianza (FINMA) assicura la protezione degli interessi dei clienti e rafforza la fiducia nella piazza finanziaria.

► Numerose organizzazioni di autoregolazione assumono importanti compiti complementari.

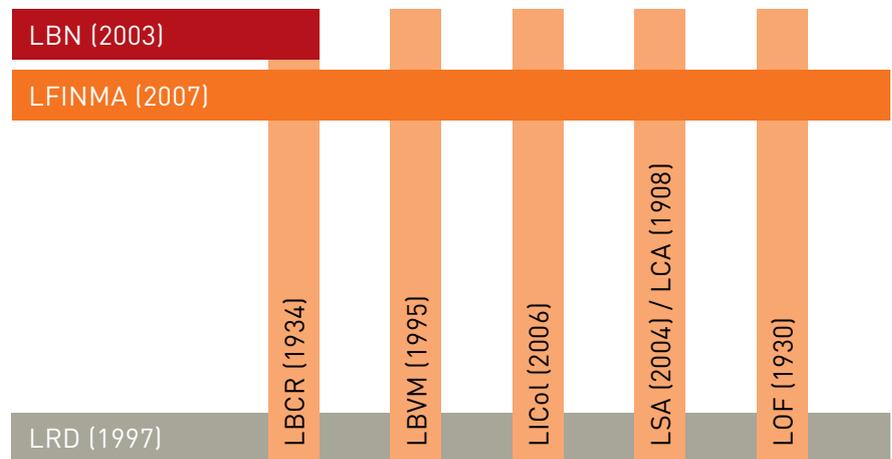
## Architettura legislativa

### Grafico 1

Il mercato finanziario svizzero è regolato da diverse leggi, tra cui la legge sulle banche e la legge sul riciclaggio di denaro.

### Architettura della regolamentazione dei mercati finanziari

Una rete di leggi specifiche



Fonte: DFF, economiesuisse.

#### Legge sulle banche (LBCR)

La legge sulle banche e le casse di risparmio regola, tra l'altro, l'autorizzazione dell'Autorità federale di sorveglianza dei mercati finanziari (FINMA), indispensabile ad ogni istituto che intende agire quale banca. Essa impone degli obblighi prudenziali e civili nonché il mantenimento del segreto nell'ambito del dovere di diligenza. La legge precisa inoltre che il volume di fondi propri e di riserve detenute dalle banche deve superare le esigenze in materia secondo le norme di Basilea. Per questo, sulla scena internazionale, le banche svizzere sono considerate molto sicure.

#### Legge sulle borse (LBVM)

La legge sulle borse e il commercio dei valori mobiliari regola la gestione delle borse e il mercato dei valori mobiliari.

#### Legge sugli investimenti collettivi (LICol)

La legge sugli investimenti collettivi di capitali mira a rafforzare la piazza svizzera dei fondi di investimento in risposta alla crescente mondializzazione delle operazioni finanziarie e alla maggiore concorrenza tra piazze finanziarie. La vecchia legislazione federale sui fondi d'investimento è stata adattata alle regole europee rivedute ed estesa ad altre forme di investimenti collettivi.

#### Legge sul riciclaggio di denaro (LRD)

La legge concernente la lotta contro il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo nel settore finanziario deve evitare che dei fondi che provengono da attività criminali entrino nel circuito economico legale, infiltrandosi così nell'economia svizzera e/o internazionale e compromettendo la reputazione della piazza finanziaria.

#### Legge sulle obbligazioni fondiarie (LOF)

Le obbligazioni fondiarie sono dei valori comparabili ad un obbligo di prestito, munite di garanzie ipotecarie legali particolari. I principi essenziali che reggono l'attività delle obbligazioni fondiarie sono inclusi in questa legge federale.

**Legge sulla sorveglianza degli assicuratori (LSA)**

La legge sulla sorveglianza degli assicuratori regola la sorveglianza delle compagnie assicurative e degli intermediari da parte della Confederazione, allo scopo di proteggere gli assicurati contro i rischi d'insolubilità delle compagnie assicurative e contro gli abusi.

**Legge sul contratto d'assicurazione (LCA)**

La legge sul contratto d'assicurazione regola le relazioni contrattuali fra le compagnie assicurative e i loro clienti.

**Numerosi altri regolamenti e ordinanze**

A queste leggi si aggiungono numerose ordinanze d'esecuzione dettagliate, come le ordinanze del Consiglio federale sui mercati finanziari, le banche, i fondi propri, gli investimenti collettivi, le borse, la sorveglianza o l'emissione di obbligazioni fondiarie, nonché le ordinanze e le circolari dell'Autorità federale di sorveglianza dei mercati finanziari (FINMA).

**Sviluppo della regolamentazione dei mercati finanziari**

► L'accento della regolamentazione dei mercati finanziari si sposta.

Affinché una regolamentazione funzioni, bisogna continuamente controllarla, rimetterla in discussione e, se necessario, adattarla. In questi ultimi anni, la regolamentazione dei mercati finanziari si è arricchita con nuovi settori regolamentari e ne ha visti altri crescere in importanza. Le lezioni tratte dalla recente crisi finanziaria hanno contribuito a rafforzare la stabilità del settore finanziario. Nel contempo, la lotta contro il riciclaggio di denaro, la corruzione e il finanziamento del terrorismo è divenuta più attuale. Sulla scena politica, le preoccupazioni legate alla protezione dei consumatori giocano un ruolo crescente. Infine, gli ambienti economici si concentrano soprattutto sull'accesso ai mercati finanziari internazionali.

► La piazza finanziaria svizzera ha bisogno del libero accesso ai mercati esteri.

**Orientamento internazionale**

La Svizzera può vantarsi di disporre di una piazza finanziaria molto competitiva. Essa dipende da mercati totalmente accessibili, poiché il suo mercato indigeno è piuttosto limitato. A seguito della crisi finanziaria, numerosi paesi hanno introdotto delle misure che limitano la circolazione transfrontaliera dei capitali e dei servizi. La Svizzera ha bisogno di poter accedere senza discriminazioni a questi mercati e deve dunque, quando adatta le proprie regolamentazioni, prestare attenzione al modo con cui essa può contribuire a rendere questo accesso il più semplice possibile.

► Delle regolamentazioni armonizzate offrono le migliori condizioni per accedere ai mercati.

**Equivalenza**

Per la politica dei mercati finanziari, lo sviluppo del diritto europeo presenta sia delle opportunità sia dei rischi. L'armonizzazione del regime applicabile agli Stati terzi fissa un quadro di riferimento chiaro per i paesi come la Svizzera. Gli operatori di servizi finanziari che soddisfano questi criteri sono ricompensati poiché possono accedere ai mercati interessati. La LInFI s'iscrive in quest'ottica.

Dal momento che l'esame è condotto unilateralmente dall'Unione europea, il suo risultato non è totalmente garantito per uno Stato terzo come la Svizzera. Tuttavia, una strategia d'equivalenza può rivelarsi utile per la Svizzera, compresi quei settori che non dipendono dal principio dello Stato terzo.

► È appropriato basarsi sui principali standard dei partner commerciali più importanti.

► L'accesso ai mercati dev'essere pianificato e garantito al di là del principio d'equivalenza.

► Gli interessi dei consumatori sono legittimi, ma devono tener conto dell'investitore responsabile.

► La pressione politica non lascia spazio al buon senso nelle riforme intraprese.

Per mantenere il potenziale d'affari ed evitare i rischi di reputazione, è generalmente opportuno organizzare la propria regolamentazione dei mercati finanziari ispirandosi alle norme internazionali più correnti o alle regole applicate dai principali partner commerciali. Per considerazioni di costo, gli operatori di servizi finanziari privilegiano delle regole se possibile uniformi. Regolamentazioni eterogenee aumentano il lavoro di applicazione e di controllo delle esigenze e, di conseguenza, i rischi operativi e giuridici connessi. L'applicazione di esigenze internazionali a livello nazionale deve evitare di creare nuove regole specifiche, sovente criticate sotto la denominazione «Swiss finish», che creano uno svantaggio concorrenziale inutile per le imprese elvetiche.

Per gli operatori di servizi finanziari interessati dall'accesso ai mercati, una politica svizzera dei mercati finanziari basata esclusivamente sull'equivalenza non offre una certezza durevole in materia di pianificazione. Spesso, il principio d'equivalenza permette solo di mantenere un accesso esistente, nel caso in cui la regolamentazione europea lo preveda. Per garantire e migliorare l'accesso ai mercati, occorre dunque completarlo con delle opzioni che manifestano i loro effetti a lungo termine.

#### **Modernizzazione adeguata della protezione degli investitori**

La protezione dei consumatori è generalmente legata alle questioni d'adattamento nella regolamentazione dei mercati finanziari. Nulla si oppone ad una protezione moderna degli investitori; questa però va fatta in considerazione di una clientela responsabile e bene informata. In quest'ottica sono elementari una trasparenza adeguata in materia di rischi dei prodotti, di costi e di remunerazione dei terzi, nonché la comunicazione dei conflitti d'interesse. Le misure corrispondenti non devono però mai falsare la concorrenza sul mercato, né intervenire in maniera sproporzionata nella relazione tra investitore e operatori di servizi finanziari. Non spetta allo Stato tenere sotto tutela i potenziali investitori, vietando loro alcuni investimenti. La responsabilità deve rimanere a questi ultimi. Gli investitori in strumenti finanziari sono raramente delle persone senza esperienza, ma piuttosto degli esperti in affari capaci di valutare obiettivamente i rischi.

## **Riforma totale dell'architettura dei mercati finanziari**

Per mantenere la qualità a lungo termine bisogna, come menzionato in precedenza, sottoporre regolarmente le regolamentazioni ad un esame critico e adattarle in caso di necessità. In Svizzera, sotto l'influsso di alcune esperienze in occasione della crisi finanziaria, la pressione politica è fortemente aumentata a favore di una revisione totale della regolamentazione dei mercati finanziari. La Confederazione sembra aver perso il senso della misura ed ha aperto un enorme cantiere legislativo per una riforma più o meno completa della legislazione in vigore.

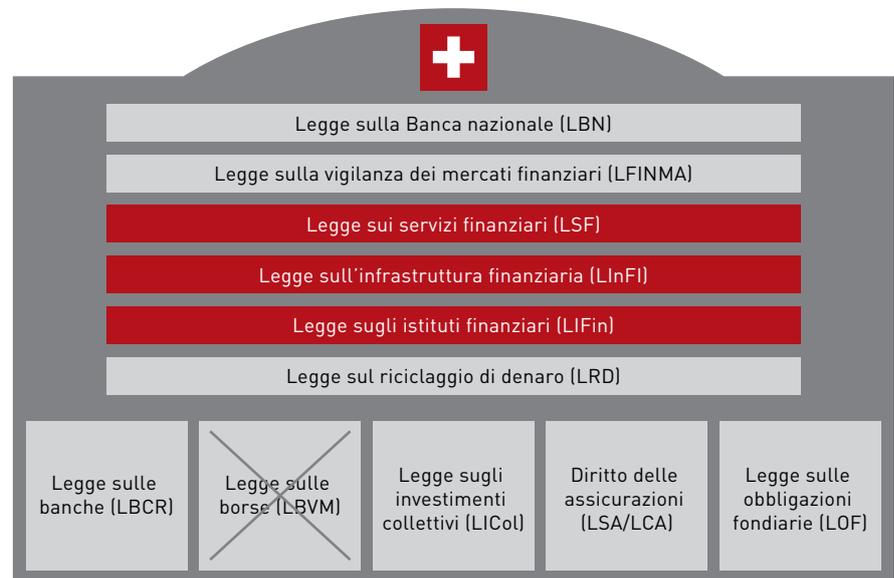
La nuova architettura dei mercati finanziari si baserà su sei livelli, tra cui l'attuale legge sulla sorveglianza dei mercati finanziari (LFINMA) e i progetti legislativi per i servizi finanziari (LSFin), l'infrastruttura dei mercati finanziari (LInFI) e gli istituti finanziari (LIFin). La legge sulle banche e la legge sulle borse scompariranno per essere integrate alla nuova architettura legislativa.

**Grafico 2**

La prevista nuova infrastruttura dei mercati finanziari comprende sei livelli.

**Nuova architettura dei mercati finanziari**

Progetto di riforma



Fonte: ASB, economiesuisse.

► LInFI, LSF, LIFin dovrebbero interamente rivedere il sistema esistente.

I tre grandi progetti legislativi LInFI, LSF e LIFin mirano dunque ad una riforma del sistema esistente. La revisione della legge sul riciclaggio di denaro recentemente decisa dal Parlamento coinvolgerà anch'essa gli attori sul mercato e causerà importanti oneri supplementari.

**Impegno di economiesuisse**

economiesuisse accompagna questi progetti legislativi mantenendo una visione economica globale. Essa contribuisce alla discussione in modo critico, ma costruttivo. L'obiettivo è quello di evitare una regolamentazione eccessiva e di mantenere un accesso garantito ai mercati esteri per le imprese svizzere. Il compito essenziale dello Stato deve restare quello di fissare il contesto economico globale appropriato, all'interno del quale le imprese possano sviluppare i loro modelli d'affari.

**Legge sull'infrastruttura finanziaria (LInFI)**

A seguito della crisi finanziaria mondiale del 2008, i capi di Stato e di governo dei paesi più industrializzati hanno deciso di migliorare la trasparenza e la sicurezza del commercio di derivati fuori borsa (derivati OTC). Nel luglio 2012, l'Unione europea ha adottato il regolamento sui mercati dei derivati (European Market Infrastructure Regulation o EMIR)<sup>10</sup>. L'Autorità europea dei mercati finanziari (ESMA) è incaricata della sua messa in atto.

► La LInFI regola le infrastrutture dei mercati finanziari e il commercio di derivati.

La LInFI è l'equivalente svizzero di EMIR. Il suo obiettivo è quello di adattare la regolamentazione delle infrastrutture dei mercati finanziari e del commercio di derivati alle evoluzioni del mercato e alle esigenze internazionali. Direttamente interessate sono le imprese con sede in Svizzera, le controparti centrali (ad esempio banche) e quelle non finanziarie (ad esempio le imprese energetiche), mentre numerose altre imprese sono toccate indirettamente.

<sup>10</sup> Regolamento (UE) n° 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio.

► La LInFI deve permettere l'accesso al mercato internazionale.

► La LSF deve rafforzare la protezione degli investitori e creare un codice di condotta comune a tutti gli attori.

► La LIFin vuole uniformare le regole di sorveglianza per tutti gli operatori di servizi finanziari.

► La procedura di consultazione per la LSF e la LIFin è conclusa, il Consiglio federale ha preso le prime decisioni di principio. Il messaggio seguirà al più presto verso la fine del 2015.

► Ogni adeguamento delle regolamentazioni complesse dev'essere accuratamente soppesato.

Il Consiglio federale ha adottato il progetto di legge della LInFI all'inizio di settembre 2014, la sua entrata in vigore è prevista al più presto per l'inizio del 2016. L'obiettivo è quello di mettere in atto una regolamentazione che superi il test d'equivalenza nel confronto internazionale: la legge deve così permettere l'accesso ai mercati tenendo conto in maniera adeguata delle particolarità elvetiche.

### **Legge sui servizi finanziari (LSF)**

I grandi assi della LSF sono stati evidenziati dalle numerose questioni controverse e i risultati della consultazione sono attualmente in fase di analisi. Il messaggio del Consiglio federale non è atteso prima della fine del 2015, ma una decisione di principio è stata comunicata nel mese di marzo. Lo scopo di questa nuova legge è di rafforzare la protezione degli investitori che fanno capo agli operatori di servizi finanziari, uniformando le regole di condotta imposte a questi ultimi nelle loro relazioni con la clientela.

### **Legge sugli istituti finanziari (LIFin)**

I risultati della consultazione sono in fase di analisi. Questa legge tende a regolare la sorveglianza di tutti gli operatori di servizi finanziari praticando, sotto una certa forma, la gestione patrimoniale. L'obbligo di assoggettamento dei gestori di patrimoni è un tema discusso da anni dalle commissioni d'esperti. Le discussioni concernono anche quegli aspetti legati al diritto della concorrenza e alla forte disparità in materia di regolamentazioni tra la Svizzera e i paesi confinanti. La LIFin propone di associare i gestori patrimoniali ad un sistema d'autorizzazione a cascata. L'introduzione di una sorveglianza estesa dei semplici gestori patrimoniali è sicuramente la novità più fondamentale e controversa della LIFin. Il progetto propone inoltre altri adattamenti, come la trasposizione di numerose leggi esistenti (tra cui la LBCR e la LBVM) nella LIFin e l'esigenza di una strategia del denaro pulito.

Il 31 ottobre 2014, economiesuisse ha presentato la sua presa di posizione circostanziata sulla LSF e la LIFin<sup>11</sup>. La Confederazione deve ora analizzarla, unitamente ad altre prese di posizione, rivedere i progetti di legge e sottoporli al Parlamento con un messaggio atteso al più presto per la fine del 2015. Il 13 marzo 2015, il Consiglio federale ha però già preso le prime decisioni di principio: esso rinuncia all'inversione dell'onere della prova, al tribunale arbitrale e al fondo destinato alla presa a carico delle spese processuali. Altre decisioni di principio concernono il mantenimento della legge sulle banche (che necessita di un'armonizzazione con la LIFin) e la ripresa delle disposizioni sulla conformità alla regolamentazione fiscale nella legge d'applicazione dello scambio automatico di informazioni piuttosto che nella LIFin.

È già sicuro che il progetto di revisione LSF/LIFin sarà sovraccarico. Il Parlamento tratterà probabilmente questo tema nel 2016.

## **Revisione ponderata dell'architettura dei mercati finanziari**

La regolamentazione dei mercati finanziari è una complessità evidente e ogni adattamento del sistema in vigore deve dunque avvenire con cura. Il bisogno di

<sup>11</sup> Cf. presa di posizione di economiesuisse del 31 ottobre 2014 nell'ambito della procedura di consultazione sulla LSF e la LIFin, disponibile in tedesco all'indirizzo [http://www.economiesuisse.ch/fr/PDF%20Download%20Files/VNL\\_FIDLEG\\_20141031.pdf](http://www.economiesuisse.ch/fr/PDF%20Download%20Files/VNL_FIDLEG_20141031.pdf).

► La LInFI è ben avviata e deve essere rapidamente applicata.

► Nel caso della LSF, non vi sono vincoli temporali esterni.

► Bisogna garantire che il testo di legge non sia sovraccarico.

► Il ridimensionamento della LIFin deve unicamente colmare le lacune regolamentari esistenti.

adattamento è scarso per alcuni progetti legislativi in corso, importante invece per altri.

### **LInFI**

Il messaggio del Consiglio federale ha risposto a numerosi punti posti in evidenza dalla consultazione. Messaggio e progetto di legge sono pronti dall'inizio di settembre 2014 e l'esame parlamentare è iniziato, di modo che la legge potrebbe entrare in vigore al più tardi all'inizio del 2016. Se vi è urgenza in materia, è perché la Svizzera è costretta ad adattare i suoi testi di legge se non vuole correre il rischio di non poter più accedere ai mercati finanziari internazionali. La decisione del Consiglio nazionale presa il 20 marzo 2015 è rallegrante: la LInFI è sulla buona strada.

economiesuisse condivide l'orientamento generale del progetto di legge. Regolare le infrastrutture dei mercati finanziari e il commercio di derivati fuori borsa in accordo con le norme internazionali è indispensabile, ma unicamente nella misura in cui ciò serve a garantire l'accesso ai mercati. Altrimenti, le imprese rischiano di subire degli svantaggi concorrenziali. La maggior parte delle proposte di adattamento presentate da economiesuisse nell'ambito della consultazione sono state prese in considerazione<sup>12</sup>.

### **LSF**

Contrariamente alla LInFI, né la valutazione dei risultati della consultazione né il processo parlamentare che ne seguirà rivestono un carattere d'urgenza per la LSF e la LIFin. Ciò significa che è possibile rivedere il testo della LSF in profondità.

Secondo economiesuisse, bisogna imperativamente adattare questo testo di legge. Anche dopo le decisioni di principio del Consiglio federale, il progetto legislativo resta sovraccarico. Gli ambienti economici ritengono che sia meglio sviluppare la protezione degli investitori in maniera mirata e ponderata.

### **LIFin**

Lo scopo del progetto della LIFin era di abrogare il quadro legislativo stabilito in materia di regolamentazione dei mercati finanziari e di riprendere il suo contenuto in una nuova legge. Il Consiglio federale ha però deciso che almeno la legge sulle banche debba essere mantenuta. Altre possibilità che permettono di conservare la certezza giuridica dovranno tuttavia essere studiate. La LIFin deve limitarsi a colmare le lacune nel settore dei gestori patrimoniali, dei consulenti in investimenti e dei trusts. Per tener conto meglio dei bisogni e delle particolarità dei vari operatori di servizi finanziari e, soprattutto, per non mettere in pericolo la loro esistenza, la LIFin dev'essere radicalmente semplificata e la sua concezione rivista in profondità. Inoltre, la LIFin dovrebbe contenere dei riferimenti ad altre leggi speciali che restano valide (legge sulle borse, legge sugli investimenti collettivi) invece di sostituirle. Gli ambienti economici si oppongono chiaramente ad una revisione totale della regolamentazione dei mercati finanziari.

<sup>12</sup> Cf. presa di posizione di economiesuisse del 31 marzo 2014 nell'ambito della procedura di consultazione sulla LIFin, disponibile in tedesco all'indirizzo [http://www.economiesuisse.ch/de/PDF%20Download%20Files/VNL\\_finanzmarktinfrastruktur\\_20140331.pdf](http://www.economiesuisse.ch/de/PDF%20Download%20Files/VNL_finanzmarktinfrastruktur_20140331.pdf)

► Un avvicinamento alle norme internazionali è indispensabile per garantire l'accesso ai mercati. Gli altri adattamenti devono limitarsi a punti ben precisi. Una revisione completa è esagerata e pericolosa.

## Conclusione

Ogni regolamentazione esige prudenza e precisione. Le dichiarazioni politiche non trovano posto nelle leggi che regolano i mercati finanziari. Un avvicinamento alle norme internazionali è indispensabile e la modernizzazione ponderata delle leggi è auspicabile. Resta da vedere se basteranno la decisione di principio del Consiglio federale del 13 marzo 2015 e l'adattamento conseguente del progetto globale LSF/LIFin. In generale, la tendenza ad ispirarsi sistematicamente all'estero per decidere dove e come regolamentare maggiormente è dannosa. Se ogni avvenimento mediatico comporta l'adozione di una regolamentazione, ne soffrono la competitività, la certezza giuridica, la diversità dei prodotti proposti e, in fin dei conti, i clienti.

### Informazioni:

[erich.herzog@economiesuisse.ch](mailto:erich.herzog@economiesuisse.ch)

### Impressum

economiesuisse, Federazione delle imprese svizzere  
Hegibachstrasse 47, Casella postale, CH-8032 Zurigo  
[www.economiesuisse.ch](http://www.economiesuisse.ch)