

**Università della Calabria**  
**Facoltà di Economia**  
**Dipartimento di Scienze Aziendali**  
**SECS-P/11**

---

Dottorato di ricerca  
Scienze Bancarie e Finanziarie - XIX Ciclo

Tesi di **D**ottorato

**REGOLAMENTAZIONE E VIGILANZA DEI MERCATI  
FINANZIARI.**  
**LINEAMENTI GIURIDICI NAZIONALI E PROSPETTIVE DI  
EVOLUZIONE EUROPEA.**

**Coordinatore**

Ch.mo Prof. Danilo Drago

**Candidata**

Loretta Longo

**Supervisore**

Ch.ma Prof.ssa Sabrina Bruno

---

Anno Accademico 2005-2006

*A Pino,  
con immenso affetto*

## **Indice**

## Capitolo Primo

### FONDAMENTI E DETERMINANTI DELLA REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA IN AMBITO EUROPEO

1.1	Premessa e delimitazione dell'oggetto di indagine: la «financial system regulation»	»	13
1.2	La letteratura riconduce le procedure organizzative della regolamentazione finanziaria a due macro modelli: quello dei «regolatori multipli» e quello del «single regulator»	»	18
1.3	Il diverso grado di concentrazione dei poteri di regolamentazione e vigilanza finanziaria nell'ambito dei Paesi dell'UE: un'analisi empirica	»	24
	1.3.1 Metodologia	»	27
	1.3.2 Risultati dell'indagine	»	32
1.4	Il modello "ottimale" di regolamentazione e vigilanza è funzionale ad un set di variabili economico – istituzionali tipiche di ciascun Paese che guidano le scelte dei policy makers	»	36

## Capitolo Secondo

### **LA REGOLAMENTAZIONE ED IL CONTROLLO DEL MERCATO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI NEL DIRITTO COMUNITARIO: METODO “LAMFALUSSY” vs “SINGLE REGULATOR”**

- 2.1 L’analisi delle tendenze evolutive della regolamentazione e della vigilanza del mercato degli strumenti finanziari non può prescindere dalla considerazione delle influenze che su di esse ha il diritto comunitario » 46
- 2.2 Il modello di regulation su 4 livelli proposto da Lamfalussy interviene sulla metodologia normativa in tema di «european securities markets» ma non anche sulla struttura istituzionale che di quella normativa è la sede » 51
- 2.3 La costituzione di un regolatore unico comunitario si scontra con due principali ostacoli strutturali che caratterizzano il profilo istituzionale dell’UE » 64
- 2.4 Considerazioni conclusive: il sistema di regolamentazione e vigilanza più adatto all’attuale contesto europeo (e a quello del Trattato che lo disciplina) deve salvaguardare e valorizzare il decentramento della vigilanza » 68

## Capitolo Terzo

### **LA CONTESTUALIZZAZIONE DELLA LEGGE 262/2005 NEL SISTEMA ITALIANO DI «REGULATION OF SECURITIES MARKETS»**

- 3.1 La ricognizione dei caratteri della «financial regulation» nazionale è necessaria per la comprensione dell’intervento riformatore attuato con la legge «a tutela del risparmio» » 72

3.2	L'organizzazione normativa della vigilanza nel periodo ante l. 262/05	»	80
3.2.1	L'evoluzione delle regole e dei controlli dai primi anni del 1800 all'emanazione del Testo Unico della Finanza	»	80
3.2.2	La Commissione nazionale per la società e la borsa (Consob)	»	87
3.2.3	Le funzioni della Commissione	»	90
3.2.4	La Banca d'Italia. Profili istituzionali	»	99
3.2.5	Le funzioni e i poteri della Banca d'Italia	»	101
3.2.6	L'Isvap. Ordinamento e poteri di vigilanza	»	108
3.2.7	La Covip	»	113
3.2.8	L'Autorità garante della Concorrenza e del mercato	»	115
3.3	Le disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari: la l. 29 dicembre 2005 n. 262	»	117
3.3.1	I progetti di riforma che hanno condotto all'approvazione finale della l. 262/05: una rassegna "cronologica"	»	121
3.3.2	La struttura della l. 262/05 e le principali caratteristiche della riforma riguardanti le Autorità di vigilanza e la ripartizione dei rispettivi poteri	»	127
3.3.3	Il potenziamento del ruolo della Consob	»	132
3.3.2.1	Competenze della Consob in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali	»	132
3.3.2.2	Il ruolo della Consob nelle deleghe legislative per la tutela dei risparmiatori	»	134

3.3.2.3	I nuovi poteri della Consob introdotti nel Testo unico della finanza	» 136
3.3.4	La Banca d'Italia nel disegno della riforma	» 145
3.3.5	Trasferimento di funzioni a favore di Covip, Isvap e Agcm nella legge a tutela del risparmio	» 152
3.3.6	Disposizioni comuni della l. 262/05 concernenti le autorità di vigilanza	» 153
3.4	Le determinanti economico – istituzionali dell'«Italian case» possono spiegare la “resistenza” mostrata dalla l. 262/05 relativamente all'innalzamento del grado di concentrazione dei poteri di regolamentazione e vigilanza	» 154
	Conclusioni	» 166
	Bibliografia	» 172

# **Introduzione**



L'esperienza storica e la comparazione tra gli ordinamenti insegnano che al fine di tutelare il mercato (in economie sempre più evolute come quella sviluppatasi in Italia a partire dagli anni '70 - '80 del 1900) da comportamenti illegittimi che, a loro volta, diventano causa di "frodi" o "fallimenti" nell'ambito del medesimo mercato, alla disciplina del diritto privato bisogna affiancare una forma di protezione degli interessi affidata a «*Vigilanze amministrative di tutela*».

La regolamentazione amministrativa che promana da queste «Vigilanze», e la *supervision* finalizzata alla verifica della sua concreta applicazione, diventano particolarmente significative quando la *species* di mercato che si prende in considerazione è quello dell'intermediazione in strumenti finanziari.

Com'è noto, gli strumenti finanziari rappresentano «*l'informazione di una ricchezza*» la quale diventa appetibile per i risparmiatori (favorendo l'afflusso dei loro risparmi verso gli emittenti quotati e, dunque, lo sviluppo dello *stock market* nazionale) solo laddove sia elevata la sua qualità.

Ebbene, l'informazione «qualitativamente elevata» ed «attendibile» è strettamente funzionale all'efficacia del sistema di regolamentazione e controllo del mercato finanziario, che quella informazione disciplina e controlla.

Affinché i sistemi di *regulation* e *supervision* possano rispondere tempestivamente alle esigenze provenienti dal mercato, è necessario che essi ne «riflettano» la cultura e le tendenze evolutive, sviluppandosi in funzione di queste ultime. Una tale esigenza, evidentemente, è oggi più che mai avvertita, data la configurazione dei mercati finanziari in sensibile e continuo cambiamento.

La specialità e la profondità dell'«*adjustement*» scaturiscono dalla complessità dei cambiamenti cui si accennava riconducibili ai fenomeni di «despecializzazione funzionale», operatività su scala

internazionale, progressiva «integrazione» dell'intermediazione finanziaria da essi svolta.

I processi di globalizzazione, di liberalizzazione del movimento dei capitali nonché di avanzamento tecnologico, attenuando sempre più le distanze temporali e spaziali, tendono a creare «connessione» tra mercati ed operatori, i quali appaiono così sempre più «integrati» nel proprio operare. Le strette interdipendenze che ne derivano contribuiscono ad aumentare, d'altronde, il pericolo e la rapidità di contagio delle eventuali crisi locali e, per conseguenza, rafforzano l'ipotesi di un aumento del rischio sistemico: uno *shock* comune tende a trasmettersi agli intermediari che di quella comunità sono parte.

Di fronte ad una nuova configurazione dei mercati degli strumenti finanziari, necessario appare il ripensamento delle regole e dei controlli fino ad ora adottati, in modo da renderli quanto più capaci di «interloquire» con questo nuovo stato di cose.

L'analisi della «risposta al cambiamento» (dei mercati finanziari) fornita dall'ordinamento italiano e la verifica della implicazioni in termini di organizzazione dei poteri di regolamentazione e vigilanza operanti a livello nazionale rappresentano l'obiettivo del presente studio.

L'*iter* procedimentale che vuole giungere a considerazioni di tal specie non può prescindere dalla preliminare considerazione delle tendenze seguite in tal direzione in ambito europeo, nonché delle influenze che il diritto comunitario (che quelle tendenze disciplina) esercita sul sistema nazionale di *regulation*.

In merito al primo aspetto, sembra che la tendenza largamente seguita in tal senso sia quella dell'accentramento dei poteri di regolamentazione e vigilanza presso un'unica autorità (*single regulator*) o, comunque, la riduzione del numero di *Authorities* operanti attraverso un redistribuzione dei compiti ad esse affidati secondo un criterio che tenga conto di tre finalità

essenziali: stabilità, trasparenza, concorrenza. Ciò non toglie, tuttavia, la permanenza di sistemi decentrati di regolamentazione, nei quali si evidenzia, peraltro, una certa predominanza della Banca Centrale nel sistema di regolamentazione e controllo del mercato finanziario.

Per quanto concerne, poi, il secondo profilo, il legislatore comunitario sembra proiettato a supportare la tendenza all'accentramento di cui si è detto, poiché funzionalmente idonea alla creazione di «*un mercato interno caratterizzato dall'eliminazione, fra gli Stati membri, degli ostacoli alla libera circolazione (...) dei capitali*» (art. 3 par. 1 Tratt.).

Se si ricorda che una delle «sotto entità» di cui si compone il mercato interno (o comune) è rappresentata dal «mercato unico dei capitali o dei servizi finanziari», si desumere che la creazione del mercato comune rappresenta il risultato finale di un necessario passaggio intermedio identificabile nella realizzazione di un «mercato unico dei servizi finanziari». L'integrazione finanziaria, a sua volta, necessita di un sistema di riferimento contraddistinto da assetti regolamentari omogenei.

Lo strumento principale impiegato dalla Comunità Europea per garantire una tale omogeneità si identifica nelle cosiddette «direttive di armonizzazione» relativamente alla normativa dell'area mobiliare, fondate su tre fondamentali criteri: armonizzazione minima, mutuo riconoscimento e controllo del Paese d'origine (o *home country control*).

In realtà, osservando l'attuale condizione del mercato europeo dei servizi finanziari, si deve constatare che lo stesso è ancora lontano da una piena e soddisfacente integrazione. Da un lato, l'armonizzazione minima non ha condotto a risultati soddisfanti dal punto di vista dell'uniformità delle regole poiché, per come formulata, ha lasciato agli Stati membri di applicare le regole in modo individuale e fortemente differenziato. In secondo luogo, il

principio del “controllo del paese d’origine”, prescelto dall’UE per far convivere diverse normative atte a regolare medesime fattispecie, ha finito per provocare effetti distorsivi sulla benefica concorrenza tra le medesime regole, nonché tra le Autorità incaricate di farle rispettare. E’ noto che in virtù del principio dell’*home country control* la responsabilità della vigilanza sugli intermediari che operano al di fuori dei confini nazionali resta in capo allo Stato d’origine. Ebbene, ciò potrebbe indurre coloro che intendono essere autorizzati all’esercizio dell’intermediazione finanziaria a scegliere quello Stato membro le cui regole di vigilanza sia meno restrittive, per poi svolgere concretamente la propria attività nell’ambito degli altri Stati, consapevoli di dovere rispondere del loro operato solo di fronte alla “sovranità nazionale” dello Stato d’origine. In definitiva, una pluralità di regolatori per medesime fattispecie può indurre a fenomeni di arbitraggio regolamentare.

A ciò bisogna, infine, aggiungere che differenti inefficienze — lentezza, mancanza di trasparenza ed implementazione non omogenea negli Stati membri — connotano “a monte” la metodologia normativa mediante cui l’UE adotta gli atti armonizzati: «(...) *It is too slow and too rigid, produces too much ambiguity and fails to make a distinction between core principles and detail. Insufficient consultation and transparency, plus uneven transposition and erratic implementation by Member States of agreed Community rules, are real handicaps*» (Lamfalussy, 2001).

Le istituzioni comunitarie hanno ritenuto opportuno concentrare gli sforzi sull’individuazione degli strumenti atti a porre rimedio ai fattori che impediscono il perfezionamento dell’integrazione finanziaria europea. Gli esiti hanno condotto alla necessità di agire sulla «progettazione normativa», ovvero sugli strumenti con i quali fin’ora si è costruita la regolamentazione ed il controllo della disciplina del mercato unico dei servizi finanziari.

Possibili alternative individuate sono a) il mantenimento dell'attuale sistema decentrato di regolamentazione e vigilanza ma con il contestuale rafforzamento della rete di cooperazione comunitaria che lo affianca; b) l'istituzione ex novo di un'autorità europea per la vigilanza sul mercato mobiliare (ESR "*European Securities Regulator*"); c) l'accentramento della regolamentazione e il decentramento della vigilanza.

Il «*top down approach*» impiegato nel presente studio e in virtù del quale si sono identificate, *in primis*, le tendenze europee (organizzative e normative) in tema di revisione di «*regulation*» e «*supervision*» del «*mercato dei servizi finanziari*», conduce finalmente a trarne indicazioni significative per la comprensione delle caratteristiche dell'«*Italian case*» alla luce della riforma sulla tutela del risparmio.

La legge 28 dicembre 2005 n. 262 recante «Disposizioni a tutela del risparmio e disciplina dei mercati finanziari» rappresenta la risposta del legislatore italiano all'esigenza di razionalizzare (secondo il criterio della "finalità") il "*financial regulatory regime*" italiano.

In realtà, la legge in questione non «emenda» il profilo funzionale delle Authorities finanziarie italiane.

Il numero delle autorità resta invariato. E, sostanzialmente invariata permane, altresì, la logica (non ancora completamente incentrata sul criterio "per finalità") con cui vengono loro ripartite le competenze regolamentari e di vigilanza sul mercato dei servizi finanziari.

Ragionando in termini di «grado di concentrazione dei poteri di regolamentazione e vigilanza», le conclusioni su esposte conducono ad affermare ulteriormente che con la legge a tutela del risparmio non si assiste ad una variazione «verso l'alto» del medesimo e, per conseguenza, sembra non compiersi in Italia quell'evoluzione integrativa dei poteri in atto a livello internazionale.

Una tale epilogo trova una sua logica giustificazione.

Anzitutto, per ciò che concerne le motivazioni alla base dell'intervento riformatore, è necessario considerare che la l. 262/05 nasce con il chiaro intento di "ripristinare" la fiducia dei risparmiatori italiani verso gli investimenti in titoli di *private companies* (incrinatasi successivamente ai fenomeni di *bankrupt* di due società portanti dell'economia del paese, quali la Cirio e la Parmalat). Si tratta di una motivazione palesata nella stessa lettera della norma, laddove si discorre, innanzitutto, di «*tutela del risparmio*», e fortemente ribadita nelle rettifiche apportate alle disposizioni concernenti proprio gli emittenti. Se pure dalla valorizzazione della tutela del risparmio (quale punto di partenza che ha ispirato l'azione del legislatore) emerge un' inevitabile correlazione con il sistema di *regulation* e *supervision* preesistente (il quale con la sua "ibrida" configurazione ha mostrato «maggiore debolezza, e nell'individuare le carenze informative, che nella definizione di precise responsabilità e conseguenti rimedi sanzionatori» (BCE, 2003)), quest'ultimo non rientra (almeno in questa fase) fra gli obiettivi della norma.

In secondo luogo, si dimostra che l'«*invarianza*» del grado di concentrazione dei poteri di regolamentazione e controllo scaturita dalla norma è, in realtà, il prevedibile e più corretto risultato atteso dall'intervento riformatore del legislatore nazionale.

La tesi poggia sulle presunzioni riscontrate nelle evidenze empiriche che si sono occupate di verificare un legame inscindibile tra determinanti economico strutturali di un Paese e le (conseguenti) scelte che i *policy makers* compiono in merito al grado di concentrazione dei poteri di regolamentazione e vigilanza da attribuire alle Authorities finanziari: «*the domestic context is an extremely important variable in assessing the merits of alternative supervisory structures. This is confirmed by the evidence on the*

*relationships between the supervisory structure and the performance of the financial industry* (Barth *et al.*, 2003).

Di particolare rilievo appare la configurazione con cui si presenta la struttura del sistema finanziario italiano, nonché sugli elementi del «*legal environment*» nazionale che più direttamente influiscono sulla funzionalità dei mercati degli strumenti finanziari (La Porta *et al.* 1997).

## **Capitolo Primo**

# **FONDAMENTI E DETERMINANTI DELLA REGOLAMETAZIONE FINANZIARIA IN AMBITO EUROPEO**



## **1.1 Premessa e delimitazione dell'oggetto d'indagine: la «financial system regulation»**

Tradizionalmente, gli studi di economia della regolamentazione<sup>1</sup> identificano la “*financial system regulation*”<sup>2</sup> come l'insieme di regole e controlli di natura pubblicistica, finalizzate ad assicurare efficienza del sistema finanziario in termini di «*stabilità*» [di mercato (macrostabilità) e di singolo intermediario (microstabilità)], «*trasparenza*», «*tutela e promozione della concorrenza*»<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Cfr, fra tutti, T. PADOA SCHIOPPA, *Sistema finanziario e regolamentazione*, in «Bollettino economico», Banca d'Italia, 1988, n. 11, p. 11; G. ZADRA, *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, Giuffrè, 1995;

<sup>2</sup> Nonostante spesso si discorra in modo equivalente di regolamentazione e vigilanza, i due termini vanno tenuti distinti. Per «regolamentazione» si intende far riferimento al quadro normativo che disciplina l'attività degli intermediari e dei mercati finanziari, costituito sia da leggi che da norme amministrative, laddove la «vigilanza» è, invece, l'attività di controllo, svolta dalle autorità a ciò preposte, finalizzata a verificare che le regole fissate dalla regolamentazione siano applicate nel quotidiano funzionamento dell'industria finanziaria e se gli obiettivi delle norme sono conseguiti o conseguibili. Cfr. P. BONGINI, *La regolamentazione del sistema finanziario e gli organismi di controllo*, in P. BONGINI, M. L. DI BATTISTA, L. NIERI, A. PATARNELLO, *Il sistema finanziario. Funzioni, istituzioni, strumenti e servizi*, Il Mulino, 2004, p. 211. Riguardo, poi, ad un'eventuale distinzione concettuale tra controllo e vigilanza, si abbraccia la tesi della dottrina prevalente la quale ha ritenuto di nessuna autonomia logica e funzionale l'istituto della vigilanza rispetto al controllo. I risultati delle indagini intorno alla natura della vigilanza hanno, infatti, quasi unanimemente concluso che questo istituto costituisce una forma di controllo, tanto da potersi parlare di una dichiarata e sostanziale identità tra i due concetti, giustificata dalla varietà terminologica usata dal legislatore. Cfr. L. ARCIDIACONO, *La vigilanza nel diritto pubblico*, Cedam, 1984, p. 88 e ss.

<sup>3</sup> Il perseguimento della macrostabilità implica il controllo del rischio sistemico mediante meccanismi di prevenzione e/o limitazione di situazioni patologiche in grado di diffondersi tra tutte le istituzioni finanziarie. Tali meccanismi si sostanziano nel controllo della moneta, del credito, del livello dei tassi di interesse e di cambio, nonché del sistema dei pagamenti. In termini di microstabilità, la regolamentazione mira, invece, a sviluppare la capacità dei singoli intermediari di evidenziare corretti equilibri gestionali attraverso interventi sugli stessi di tipo prudenziale (vigilanza prudenziale, gestione dei sistemi di garanzia dei depositanti e dei sistemi di indennizzo degli investitori in caso di fallimento dell'intermediario, limitazioni dell'assunzione dei rischi). Anche il terzo obiettivo succitato, la trasparenza, può configurarsi a sua volta in due diverse accezioni, a seconda che lo si analizzi dal punto di vista macroeconomico o microeconomico. Più specificamente, la trasparenza intesa quale equa distribuzione del bene «informazione» tra i diversi operatori trova compimento, a livello macro, attraverso regole che impongono una capacità «segnalatica» dei prezzi dei titoli negoziati sul mercato (disciplina delle acquisizioni e del prospetto informativo, norme sul conflitto di interesse e sull'*insider trading*, e più in generale sul meccanismo di formazione dei prezzi sul mercato finanziario). A livello micro essa si esplica mediante regole che garantiscono l'instaurarsi di rapporti negoziali equi e trasparenti tra intermediari e clienti, dato lo stato di inferiorità informativa di questi ultimi rispetto ai primi (disciplina sulla trasparenza delle condizioni contrattuali applicate e sulle regole di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento). Infine, l'obiettivo della tutela della concorrenza, il quale è inquadrabile in quello più generale dell'efficienza, si sostanzia in normative *antitrust* in materia di concentrazioni, intese e

I medesimi studi attribuiscono alla regolamentazione finanziaria una collocazione sottostante al più ampio capitolo del controllo pubblico dell'economia, il cui fondamento teorico trae origine dalla constatazione secondo cui l'entità «mercato» è incapace di pervenire autonomamente a condizioni soddisfacenti di efficienza, a causa delle «imperfezioni congenite» (più note come «*market failures*»)<sup>4</sup> che lo contraddistinguono<sup>5</sup>. Un tale risultato può

---

posizioni dominanti tra intermediari nonché tra mercati. Cfr. C. DI NOIA, *Considerazioni sugli assetti dei controlli sul sistema finanziario italiano ed europeo*, in C. SCHENA, (a cura di), *Regolamentazione antitrust e strategie delle banche*, Il Mulino, 2002, p. 214; G. DI GIORGIO, C. DI NOIA, *Regole e vigilanza per la tutela del risparmio*, in G. DI GIORGIO, C. DI NOIA, (a cura di), *Intermediari e mercati finanziari*, Il Mulino, 2004, p. 109 e ss. In una classificazione dei quattro obiettivi della regolamentazione finanziaria proposta da D. LLEWELLYN, *The economic rationale for financial regulation*, in «FSA occasional paper», 1999, n. 1, p. 10, particolare importanza si attribuisce alla stabilità e alla trasparenza: «(...) Si individuano due tipi generici di regolazione e vigilanza: i) la regolazione prudenziale che si concentra sulla solvibilità e sulla sicurezza e solidità degli istituti finanziari e ii) la regolazione della condotta dell'attività, che analizza le forme con cui le società finanziarie conducono l'attività con i loro clienti». Concentrando ancora l'attenzione sulla trasparenza, si può aggiungere che se l'informazione che arriva ai mercati e ai suoi operatori non è di buona e affidabile qualità, il ricorso al finanziamento attraverso gli stessi mercati tende a diventare più oneroso. In questi casi, una riduzione dei costi di transazione e di finanziamento è possibile solo attraverso una regolamentazione che persegua in modo efficiente l'obiettivo di accrescere l'informazione, migliorarne la qualità standardizzarne il contenuto. Cfr. R. LA PORTA, F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, R. W. VISHNY, *Investor protection and corporate governance*, in «Journal of financial economics», 2000, n. 1-2, pp. 3-27.

<sup>4</sup> Sulla questione relativa alle imperfezioni di mercato, la teoria economica si è ampiamente misurata. In particolare, sono state individuate le seguenti categorie di market failures nel settore del credito e della finanza: distruzione del bene pubblico «moneta»; crisi bancarie sistemiche ed esternalità negative; insufficienza della concorrenza; mancata protezione del contraente debole; asimmetrie informative. Cfr. G. FORESTIERI, P. MOTTURA, *Il sistema finanziario. Istituzioni, mercati e modelli di intermediazione*, Egea, 2002 (III° Edizione), p. 51 e ss.

<sup>5</sup> Esistono alcune specifiche ragioni alle quali, in termini teorici, la letteratura riconduce l'opportunità, se non la necessità, di un controllo pubblico dell'economia. La razionalità dell'agente economico non è perfetta. Ciò implica che la conoscenza del futuro è, anch'essa, imperfetta poiché si sottrae a giudizi di probabilità. Le decisioni dell'uomo vengono allora assunte in condizioni di razionalità limitata, aggravata dalla tendenza dei soggetti a comportarsi spesso opportunisticamente, sfruttando l'asimmetria informativa esistente al momento della contrattazione (selezione avversa) e quella che si crea successivamente alla conclusione del contratto (azzardo morale). Date tali circostanze, si può concludere che pervasivi sono sia i costi di transazione (i quali ineriscono alla conclusione e alla gestione del contratto nel tempo) che quelli di informazione (necessari affinché la decisione contrattuale possa essere quanto più possibile razionale) e, dunque, che si è lontani da quello stato ideale della piena efficienza dei mercati suggerita dalla dottrina neoclassica e riscontrabile allorché entrambe le tipologie di costi citati siano nulli. Cfr. H. A. SIMON, *Rationality as process and as product of thought*, in «American Economic Review», 1978, n. 5, pp. 1-16. Quando l'efficienza dei mercati è piena, il controllo pubblico dell'economia diventa irrilevante e, anzi, potenzialmente dannoso per il benessere sociale. In tale circostanza, essendo il negoziare privo di costi, ciò implica che l'etica è sufficientemente forte e condivisa da impedire comportamenti opportunistici. Le parti raggiungono, così, autonomamente soluzioni concorrenziali efficienti e il diritto diventa irrilevante. Cfr. R. COASE, *The problem of social cost*, in «The journal of law and economics», 1960, n. 1, pp. 1-44. Il mondo reale è ben lontano dalla condizione appena

realizzarsi solo se ad «accompagnare» lo sviluppo del mercato vi sia un quadro regolamentare specifico, che «*cresca e si modifichi in simbiosi con esso*»<sup>6</sup>.

A partire dagli anni '70-'80, alla regolamentazione finanziaria (ovvero ai «*policy makers*» che con le loro scelte normative ne disegnano i contorni) è stato richiesto un profondo e speciale sforzo di adeguamento all'oggetto da disciplinare e controllare, a seguito dei rilevanti cambiamenti che hanno interessato (e continuano ad interessare) i sistemi finanziari (in particolar modo) dei paesi più avanzati industrialmente (tra cui quello italiano). La specialità e la profondità dell'«*adjustement*» scaturiscono dalla complessità dei cambiamenti cui si accennava e che, tuttavia, possono ricondursi logicamente a tre principali fenomeni che interessano gli intermediari: «despecializzazione funzionale», operatività su scala internazionale, progressiva «integrazione» dell'intermediazione finanziaria da essi svolta<sup>7</sup>.

Ci si riferisce al fatto che intermediari soggettivamente diversi (banche, sim, imprese di assicurazione) svolgono attività sempre più simili, dai contorni «sfumati» e che, perciò, mettono in discussione quella tradizionale tripartizione (tra attività bancaria, mobiliare e assicurativa) del mercato finanziario tanto cara alla teoria classica dell'intermediazione finanziaria<sup>8</sup>. Inoltre, si tratta di intermediari (polifunzionali) che tendono ad operare sempre più al

---

descritta. La conseguenza è che necessario diventa il ruolo delle istituzioni al fine di correggere le imperfezioni e realizzare, secondo regole democratiche, gli equilibri distributivi desiderati. In questo processo correttivo, fondamentale è il diritto e le sue regole, che intervengono per ravvicinare il mondo reale a una situazione ideale in cui la posizione informativa dei contraenti è paritaria ed i costi transattivi sono nulli o quasi. O. E. WILLIAMSON, *L'economia dei costi di transazione: struttura ed implicazioni*, in M. EGIDI, M. TURVANI, (a cura di), *Le ragioni delle organizzazioni economiche*, Torino, 1994, pp. 219-256.

<sup>6</sup> «La storia dell'intermediazione finanziaria si confonde e diventa, quindi, un tutt'uno con quella dei controlli». Cfr. P. DACREMA, *L'evoluzione della banca in Italia. Profili storici e tecnici*, Egea, 1997, p. 155 e ss; S. A. ROSS, *Annual Lecture of the Geneva Association: Financial Regulation in the New Millenium*, in «The Geneva Papers on Risk and Insurance», 2001, n. 1, p. 101.

<sup>7</sup> Cfr. F. VELLA, *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*, in «Banca Impresa», 2001, n. 3, p. 351.

di là dei confini geografici di appartenenza, in una sorta di sistema finanziario «internazionale» che, evidentemente, amplifica i rischi di contagio e di instabilità fra gli operatori<sup>9</sup>. I processi di globalizzazione, di liberalizzazione del movimento dei capitali nonché di avanzamento tecnologico, attenuando sempre più le distanze temporali e spaziali, tendono a creare “connessione” tra mercati ed operatori, i quali appaiono così sempre più “integrati” nel proprio operare. Le strette interdipendenze che ne derivano contribuiscono ad aumentare, d'altronde, il pericolo e la rapidità di contagio delle eventuali crisi locali e, per conseguenza, rafforzano l'ipotesi di un aumento del rischio sistemico: uno *shock* comune tende a trasmettersi agli intermediari che di quella comunità sono parte<sup>10</sup>.

Un siffatto contesto ha generato la necessità di una ridefinizione delle regole e dei controlli fino ad ora adottati, in modo da renderli quanto più capaci di “interloquire” con questo nuovo stato di cose. L'unitarietà della problematica non ha generato soluzioni altrettanto omogenee. Le modalità organizzative attraverso cui si è dato avvio al rinnovamento del «*regulatory environment*»<sup>11</sup> sono risultate estremamente diversificate, ferma restando, tuttavia, una certa tendenza di fondo proiettata ad una più stretta «integrazione» di regole e controlli<sup>12</sup>.

---

<sup>8</sup> Cfr. G. MAROTTA, *L'assetto istituzionale della regolamentazione prudenziale. Uno o più regolatori?*, in «DEP Materiali di discussione», 2003, Ottobre, p. 1.

<sup>9</sup> Cfr. F. VELLA, *Coordinamento e integrazione nella organizzazione della vigilanza sui mercati finanziari: prospettive di riforma*, in «Quaderni di finanza Consob», 1999, n. 36, p. 5.

<sup>10</sup> Cfr. M. D. BORDO – A. P. MURSHI, *Are financial crises becoming increasingly more contagious? What is the historical evidence on contagion?*, in «NBER Working paper series», 2000, n. 7900, pp. 8 e ss.; G. NARDOZZI, *Globalizzazione e instabilità finanziaria*, in «Ec. pol. ind.», 1999, n. 1, p. 167 e ss. In merito, A. GREENSPAN, *The globalization of finance*, in «Cato Journal», 1998, n. 3, p. 250 che «*we must assure that our rapidly changing global financial system retains the capacity to contain market shocks. This is a never-ending process that requires never-ending vigilance*».

<sup>11</sup> Cfr. F. VELLA, *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*, in «Banca Impresa», 2001, n. 3, p. 353.

<sup>12</sup> Cfr. G. DI GIORGIO, C. DI NOIA, *Regole (...)*, in G. DI GIORGIO, C. DI NOIA, (a cura di), *Intermediari (...)*, *op. cit.*, p. 125.

Dalla ricerca di una nuova architettura regolamentare, in particolar modo riferita al «*mercato dei servizi finanziari*»<sup>13</sup>, non si è potuto sottrarre, evidentemente, il legislatore italiano. La legge 28 dicembre 2005, n. 262 recante “*Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*” rappresenta, in tal senso, il (primo e assolutamente perfezionabile) frutto dell’impegno dei *policy makers* nazionali in tale direzione.

L’analisi delle caratteristiche della rinnovata disciplina di riferimento, del *background* normativo e strutturale su cui è andata ad incardinarsi e, soprattutto, la verifica della reale efficacia in termini di rispondenza alle evoluzioni del mercato finanziario o, al contrario, della “resistenza” mostrata all’innovazione, sono gli aspetti che si intende approfondire in questa sede.

L’interesse nasce dall’osservazione della scarsa attenzione “interpretativa” dedicata dalla dottrina al tema in questione. Ciò, soprattutto con riferimento alle potenziali determinanti di natura economico-istituzionale (*variabili indipendenti*) che hanno guidato la scelta del legislatore verso la l. 262/05 (*variabile dipendente*), e di ricadute della l. 262 sugli assetti di regolamentazione e vigilanza del mercato finanziario italiano, anche alla luce delle tendenze evolutive in ambito internazionale.

---

<sup>13</sup> Si avrà modo di verificare che l’indagine della l. 262/05 nei termini sopra indicati viene contestualizzata a quella parte della regolamentazione e vigilanza finanziaria relativa alle operazioni – e, ovviamente, agli intermediari che le pongono in atto – che comportano specifiche ricadute sul «*mercato degli strumenti e dei prodotti finanziari*». Sia in quanto nello stesso mercato i prodotti diventano oggetto di negoziazione, sia perché gli intermediari che li emettono “sfruttano” il mercato per rendere proficuo il capitale investito. Allora, interessa sicuramente analizzare nella loro interezza le regole che sovrintendono alle operazioni compiute dagli intermediari mobiliari, laddove quelle riconducibili, invece, ad intermediari di tipo bancario, assicurativo o previdenziale vengono prese in considerazione solo se ed in quanto direttamente ricollegabili alle ricadute di cui si è detto. In definitiva, lo studio non riguarda la vigilanza bancaria, quella assicurativa o quella previdenziale. Esso concerne piuttosto la struttura e le potenziali evoluzioni della vigilanza del «*mercato unico dei servizi finanziari*», qualunque sia la natura istituzionale (mobiliare, bancaria, assicurativa o previdenziale) degli intermediari che vi operano o, in qualche misura, vi incidono. Siccome l’ordinamento giuridico italiano, così come la maggior parte degli altri ordinamenti, prevede l’attribuzione della regolamentazione finanziaria così come definita ad Autorità tecniche indipendenti, più

La sequenza logica su cui si è scelto di snodare lo studio e che conduce, in ultima analisi, all'esame della l. 262/05 nei termini chiariti, è del tipo «*top down approach*»<sup>14</sup>: si enucleano le spinte (più o meno) comuni ai paesi europei originati dal processo (in atto) di revisione di «*regulation*» e «*supervision*» del «*mercato dei servizi finanziari*», per poi trarne indicazioni significative per la comprensione delle caratteristiche dell'«*Italian case*» alla luce della riforma sulla tutela del risparmio.

## **1.2 La letteratura riconduce le procedure organizzative della regolamentazione finanziaria a due macro modelli: quello dei «regolatori multipli» e quello del «single regulator».**

La sequenza logica alla base dello sviluppo del presente studio richiede di assumere come punto di avvio l'aspetto (ampiamente richiamato) apparso comune a tutte le economie (europee) di mercato: l'integrazione verticale, orizzontale e internazionale tra i diversi segmenti dell'industria bancaria, finanziaria e assicurativa.

Le formule organizzative adottate dai *policy makers* in risposta alla «desegmentazione» in atto, pur caratterizzate da una certa varietà, traggono essenzialmente origine dai due modelli di regolamentazione e vigilanza identificati dalla letteratura<sup>15</sup>. Da un lato, il modello «*decentrato*», il quale prevede la compresenza di una pluralità di *Authorities* cui sono affidati i poteri di *regulation* e *supervision* finanziaria. In questo caso, i criteri di ripartizione dei compiti fra i regolatori possono ulteriormente differenziarsi (e/o

---

note come Autorità di vigilanza (o di controllo), nell'ambito di interesse di questo studio rientrano necessariamente anche le medesime Autorità.

<sup>14</sup> Sul concetto di *top down approach* (in contrapposizione al concetto di *bottom up approach*) si rimanda a M.ONADO, *Regolamentazione finanziaria in Europa e in Italia*, in L. DE ROSA (a cura di), *Sistemi bancari e finanziari internazionali: evoluzione e stabilità*, Laterza, 2001, p. 265.

sovrapponersi, come nella realtà spesso accade, dando vita a modelli “ibridi” o “misti” di vigilanza), a seconda che il profilo di vigilanza prescelto sia il soggetto vigilato (modello decentrato “per istituzioni”), l’attività svolta (modello decentrato “per attività”) o gli obiettivi perseguiti dai regolatori (modello decentrato “per finalità”). Dall’altro, il modello «*accentrato*», che pone a salvaguardia e disciplina dell’intero settore finanziario il «*single regulator*».

Storicamente, il primo e più tradizionale (nonché più semplificato) modello organizzativo di vigilanza emerso in ambito finanziario è quello decentrato istituzionale (o “sezionale”, o “per soggetti” o, infine, “per mercati”), il cui punto di riferimento è rappresentato dall’operatore finanziario nella totalità delle attività da esso svolte e che prevede l’affidamento della vigilanza ad un distinto organo, per ciascuna categoria di operatori presi in esame<sup>16</sup>. Si tratta di un modello adatto alle esigenze e alle caratteristiche di un sistema finanziario (riconciliabile al periodo compreso tra gli anni ’30 e gli anni ’70-’80) contraddistinto dalla specializzazione di tipo funzionale degli intermediari. In ogni segmento di mercato (bancario, mobiliare e assicurativo) opera una sola tipologia di intermediario assoggettato ad una specifica disciplina giuridica e alla supervisione di un’autorità pubblica diversa. L’accesso a ciascun segmento è tendenzialmente riservato attraverso forme di selezione all’entrata (albi e requisiti), monitoraggio dell’attività (controlli, ispezioni, sanzioni) e di meccanismi di uscita (sospensioni e cancellazioni). All’unicità dell’interlocutore, sia per il soggetto vigilato che per l’*Authority* competente, consegue il vantaggio di evitare sovrapposizioni tra *regulators*, nonché la minimizzazione degli oneri della vigilanza

<sup>15</sup> Cfr. L. D’AMBROSIO, *La vigilanza*, in S. AMOROSINO, C. RABITTI BEDOGNI, (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, 2004, p. 55 e ss.; R. CORIGLIANO, *L’intermediazione finanziaria. Strutture, funzioni, controlli*, Bonomia University, 2002.

<sup>16</sup> Cfr. D. MASCIANDRO, A. PORTA, *Ruolo e poteri delle autorità di controllo sui mercati finanziari nella prospettiva dell’allargamento europeo*, in G. BRACCHI, D. MASCIANDARO,

grazie alla concentrazione delle informazioni presso un'unica Autorità<sup>17</sup>. E' evidente, tuttavia, come il sistema finanziario che contraddistingue la realtà odierna è ben lontano da quello appena delineato. L'intensa evoluzione registrata dal mercato finanziario negli anni recenti ha progressivamente eroso le barriere fra i settori tradizionali in cui si articola l'intermediazione finanziaria, ampliando la gamma delle attività che ciascun intermediario può svolgere (banche che svolgono anche servizi di investimento, imprese di assicurazione che emettono anche strumenti tipici del mercato mobiliare). A questo punto, il modello per soggetti entra necessariamente in crisi. Da una realtà nella quale diversi soggetti svolgono le medesime attività ma le regole cui sono sottoposti sono differenti scaturiscono effetti distorsivi, sulla concorrenza e sul grado di tutela dei risparmiatori. Si genera, poi, una forte incentivazione agli arbitraggi regolamentari, poiché soggetti intenzionati a svolgere la medesima attività scelgono la forma giuridica sottoposta a minori controlli. Non è, infine, da trascurare il cosiddetto fenomeno di "cattura" dell'unico «*regulator*» il quale, trovandosi in un rapporto troppo diretto e vicino con i soggetti vigilati, può assumere in qualche modo un atteggiamento quasi corporativo<sup>18</sup>.

Specularmente opposto al modello istituzionale è quello decentrato per attività o "per funzioni", nel quale è l'attività (bancaria, assicurativa e d'intermediazione mobiliare) ad essere disciplinata e sottoposta alla contemporanea vigilanza di differenti Autorità, a prescindere dalla natura giuridica del soggetto che la esercita. In mercati finanziari sempre più «despecializzati», questo modello consente di evitare che al proliferare dei soggetti vigilati

---

(a cura di), *Fondazione Rosselli. Ottavo Rapporto sul sistema finanziario italiano. Oltre la crisi. Le banche tra le imprese e le famiglie*, Edibank, 2004, p. 384.

<sup>17</sup> *Ibidem*.

<sup>18</sup> Cfr. MINISTRO DEL TESORO, *Per un'ipotesi di legge delega: Rapporto al Ministro del Tesoro del Gruppo di lavoro per il riordinamento delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, bancaria e non bancaria*, IPZS, 1991, p. 50.



consegua un'eguale aumento di Autorità di vigilanza. Inoltre, esso rappresenta una forma di disincentivo agli arbitraggi normativi poiché garantisce l'applicazione di regole uniformi per intermediari che svolgono la medesima funzione. Tuttavia, la vigilanza risulta assai frammentata per uno stesso soggetto, a scapito di un monitoraggio d'insieme dello stesso soggetto vigilato e, soprattutto al verificarsi di violazioni o di crisi del soggetto, il modello manifesta pienamente i suoi limiti applicativi (in caso di violazioni, le relative sanzioni devono colpire il soggetto nel suo complesso e non la specifica attività per la quale è stata commessa la violazione, così come in caso di crisi non è facile ipotizzare, ad esempio, il commissariamento di una parte soltanto dell'attività dell'intermediario)<sup>19</sup>.

Agli obiettivi affidati alla regolamentazione (trasparenza, correttezza, stabilità e concorrenza) si ispira, invece, il modello decentrato per finalità, che ne attribuisce uno a ciascuna Autorità, a prescindere dalla forma giuridica e dall'attività prevalente di ciascun soggetto vigilato<sup>20</sup>. Talvolta, questo modello è denominato di vigilanza "funzionale" ma, in realtà, va tenuto ben distinto dal vero e proprio modello "funzionale", il quale pone alla base dell'attività di vigilanza le funzioni<sup>21</sup> svolte dagli intermediari

---

<sup>19</sup> Cfr. L. D'AMBROSIO, *La vigilanza*, in S. AMOROSINO, C. RABITTI BEDOGNI, (a cura di), *Manuale (...), op. cit., ivi*.

<sup>20</sup> Cfr. L. CARDIA, A. DESIATA, E. LETTA, B. TABACCI, *Unità o pluralità delle Autorità nei mercati finanziari?*, in F. KOSTORIS PADOA SCHIOPPA, (a cura di), *Le autorità indipendenti e il buon funzionamento dei mercati*, Il Sole 24 ORE, 2002, p. 316.

<sup>21</sup> Tra i diversi contributi orientati all'individuazione delle funzioni in oggetto spiccano quello di R. MERTON, 1992, secondo cui in un sistema finanziario sono svolte sei funzioni così classificabili:

1. fornire sistemi di compensazione e regolamento dei pagamenti;
2. creare meccanismi che consentano la raccolta di risorse presso il pubblico e realizzare *pooling* per finanziare grandi investimenti;
3. effettuare trasferimenti intersettoriali (nel tempo e nello spazio) di risorse economiche e finanziarie;
4. ridurre le variabili finanziarie di rischio attraverso l'offerta di strumenti di copertura, diversificazione e assicurazione;
5. diffondere informazioni sui prezzi dei prodotti finanziari;
6. ridurre i problemi di incentivo e i costi di agenzia derivanti dalla presenza di asimmetrie informative tra i partecipanti al mercato finanziario

nell'ambito di un mercato finanziario. Il modello per finalità risponde alle esigenze di mercati integrati (ovvero di operatori polifunzionali) e, dunque, rappresenta la struttura più consona per rispondere alle medesime evoluzioni che hanno messo in crisi il sistema istituzionale. In effetti, contrariamente a quest'ultimo, l'approccio per finalità nega ogni specificità ai vari tipi di intermediari, ed *«assoggetta continuamente una banca, un intermediario finanziario non bancario o una compagnia assicurativa a due autorità, quella incaricata di vegliare sulla stabilità microeconomica e quella preposta alla trasparenza e alle regole di condotta. Quella a tutela della concorrenza interviene solo quando quest'ultima è insufficiente o viene compromessa dai comportamenti degli agenti economici. Infine, la banca centrale, in quanto titolare della politica monetaria, indipendentemente dall'obiettivo che è tenuta a perseguire, si rivolge all'intero sistema (...)*<sup>22</sup>. Peraltro, l'inevitabile sovrapposizione delle «vigilanze» delle diverse Autorità su di un medesimo intermediario può essere causa di conflitti tra le diverse finalità di intervento, di duplicazioni di adempimenti (con evidente lievitazione dei costi) nonché di una latente «deresponsabilizzazione» delle *authorities*, laddove non se ne delimitino accuratamente i rispettivi ambiti di competenza.

Come si ricordava inizialmente, alle varie configurazioni del macro modello decentrato di vigilanza, la letteratura contrappone il

---

e quello di E G. S. OLDFIELD, A. M. SANTOMERO 1995, i quali identificano anch'essi sei attività in cui sarebbero classificabili i servizi offerti dagli intermediari e al controllo di ciascuna delle quali bisognerebbe preporre una distinta Autorità:

1. *origination* (identificazione, valutazione e creazione di attività finanziarie emesse dai clienti dell'istituzione);
2. *distribution* (raccolta di fondi attraverso la vendita di nuovi prodotti finanziari);
3. *servicing* (gestione dei flussi di pagamento degli emittenti ai detentori di attività finanziarie);
4. *packaging* (*pooling* e trasformazione di attività finanziarie in rispondenza di esigenze specifiche dei clienti, attraverso una maggiore personalizzazione dei prodotti/servizi offerti);
5. *intermediating* (emissione di attività finanziarie e contemporaneo riacquisto in proprio di differenti attività finanziarie da parte di uno stesso intermediario);
6. *market making* (acquisto e vendita di attività finanziarie).

<sup>22</sup>M. SARCINELLI, *La vigilanza sul sistema finanziario: obiettivi, assetti e approcci*, in «Moneta e credito», 2004, n. 227, p. 248.

modello del «*single regulator*», o modello di vigilanza accentrata, la cui peculiarità consiste, in definitiva, nell'assegnare ad un'unica Autorità la disciplina ed il controllo dell'intero settore finanziario (ovvero di tutti i soggetti coinvolti, di tutte le attività svolte e di tutti gli obiettivi della regolamentazione)<sup>23</sup>.

Tra i vantaggi offerti da questo modello si annoverano la possibilità di sfruttare economie di scala in termini di costi fissi caratterizzanti ciascuna Autorità, e la maggiore unitarietà di visione da parte del regolatore unico. Tra le possibili implicazioni negative bisogna ricordare il potenziale malfunzionamento, in termini organizzativi, dell'unica Autorità poiché sovraccarica di compiti e gravata di una macrostruttura burocratica con diverse aree di specializzazione interne, oltre all'eventuale conflitto tra i diversi obiettivi di vigilanza da essa perseguiti<sup>24</sup>.

---

<sup>23</sup>. Cfr. C. DI NOIA, *Considerazioni (...)*, in C. SCHENA, (a cura di), *Regolamentazione antitrust (...)*, op. cit., *ivi*.

<sup>24</sup> C. BRIAULT, *The rationale for a single national financial services regulator*, in «FSA Occasional Papers», 199, n. 2, ha identificato due chiari vantaggi derivanti dalla scelta del regolatore unico. Egli sostiene che: a) una struttura quale quella dell'agenzia unica, alla quale sono assegnati specifici e precisi obiettivi, dovrebbe essere meglio in grado di addivenire ad una sintesi rispetto a quanto non facciano una pluralità di decisori; b) un unico regolatore, grazie all'autonomia riconosciutagli nell'emanazione di norme regolamentari, è nella posizione migliore per rispondere tempestivamente alle innovazioni del mercato e che possano pregiudicare il perseguimento degli obiettivi statutari. Rispetto alla possibilità di sfruttare economie di scala e di scopo che deriverebbero dall'impiego di un unico regolatore, Briault è, invece, più critico. Egli sostiene che questa tipologia di vantaggi (consistenti, in ultima analisi, nella riduzione dei costi che l'industria finanziaria regolamentata deve sopportare sia per il finanziamento dello stesso regolatore – costi legati alle infrastrutture fisiche, al personale specializzato, all'aumentare del numero di soggetti vigilati – che ai costi di *compliance*) potrebbero essere azzerati dai costi organizzativi scaturenti da organizzazioni complesse ed articolate quale quella di un regolatore unico. Dello stesso avviso sono J. DE LUNA MARTINEZ, T. A. ROSE, *International survey of integrated financial sector supervision*, in «Policy research working papers», 2003, n. 3096, p. 25. Essi sostengono che l'efficienza della vigilanza integrata viene messa a dura prova dalle obiettive difficoltà derivanti dal rendere operativa e funzionale un'unica agenzia di controllo, soprattutto quando è il frutto dell'accorpamento di diverse agenzie precedentemente differenziate. In questi casi, si registrano potenziali tagli al personale, scarsa focalizzazione del reale mandato della nuova agenzia, sovrapposizione al suo interno della cultura ed ei metodi dell'apparato di maggiori dimensioni e tradizione (di solito quello bancario). Inoltre, un aumento (anziché una diminuzione) dei costi per i soggetti regolati potrebbe derivare dalla condizione di monopolio decisionale assunta dal regolatore unico, dato che non si potrebbero sfruttare le opportunità generalmente scaturenti dalla concorrenza tra diversi regolatori circa le decisioni da assumere. Questa condizione porta in genere anche ad una presumibile minore trasparenza del dibattito interno all'organizzazione. Infine, C. GOODHART, P. HARTMANN, D. LEWELLYN, L. ROJAS-SUAREZ, S. WEISBROD, *Financial regulation. Why, how and where now?*, Routledge, 1998, p. 151 e ss., hanno obiettato che il regolatore unico può sollecitare comportamenti opportunistici tra gli investitori, perché la

Recentemente, il modello di vigilanza accentrata sembra essere quello verso cui si riscontra una tendenziale preferenza e convergenza delle scelte dei *policy makers* (soprattutto europei), senza, tuttavia, mettere in discussione il permanere dei modelli decentrati<sup>25</sup>.

### **1.3 Il diverso grado di concentrazione dei poteri di regolamentazione e vigilanza finanziaria nell'ambito dei paesi dell'UE: un'analisi empirica**

Dato l'obiettivo dello studio, che si ricorda essere l'analisi della riforma del sistema di regolamentazione e vigilanza in Italia, e data la procedura (*top down approach*) scelta per perseguirlo, è sembrato opportuno procedere, a questo punto, alla definizione di quale sia l'attuale assetto organizzativo dei poteri di regolamentazione e vigilanza che contraddistingue l'area UE, e della quale l'Italia è Stato membro. Peraltro, muoversi lungo un tale percorso si traduce, metodologicamente, nella descrizione degli assetti regolamentari di ciascuno degli Stati membri ivi rientranti. A tal fine, si è scelto di riferirsi ad un'indagine di Masciandaro e Porta (2003)<sup>26</sup> avente ad oggetto le autorità preposte alla regolamentazione e alla vigilanza dei tre tradizionali settori dell'attività finanziaria (banche, mercati mobiliari e assicurazioni) su di un campione di 79 paesi, europei e del resto del mondo<sup>27</sup>, ma

---

rete di sicurezza pubblica (garantita all'attività bancaria tipica) potrebbe intendersi implicitamente estesa a coprire tutte le istituzioni e non solo quelle più rilevanti per la stabilità sistemica: «A potential moral hazard could result from a public perception that the risk spectrum among financial institutions had disappeared or become blurred. In particular, the distinction between, on the one hand, depositors that are redeemable on demand at face value and, on the other and, investments where the value of the institutions liability is a function of the performance of the institution in managing its assets, could become obscured».

<sup>25</sup> M. SARCINELLI, *La vigilanza (...)*, cit., p. 249.

<sup>26</sup> Cfr. D. MASCIANDARO, A. PORTA, *Single Authority in Financial Markets Supervision: Lessons for EU Enlargement*, 2003, Working Paper n. 155, Paolo Baffi Centre, Bocconi University.

<sup>27</sup> L'indagine di Masciandaro e Porta si rifà, a sua volta, ad uno studio comparato dell'*Heurman Fund for the Study of Investment Law and Regulation*, della Toledo University

restringendo il campo di indagine agli Stati membri dell'UE e a quelli (che nel 2003 erano) potenzialmente interessati al processo di allargamento. Ciò ha significato estrapolare dal campione di 79 paesi i dati relativi ai 15 già appartenenti all'UE<sup>28</sup> e ai 12 potenzialmente aspiranti a diventarlo<sup>29</sup>.

Il campione è indicato nella Tabella 1.

La scelta di una siffatta indagine è stata dettata dalle significative tracce che possono trarsene al fine di comprendere se il venire progressivamente meno della netta distinzione fra i tre settori tradizionali in cui si articola l'intermediazione finanziaria ha condotto, o sta conducendo, realmente al contestuale venire meno del decentramento della regolamentazione, ovvero ad una progressiva integrazione (o concentrazione) dei poteri, fino alla soluzione estrema dell'adozione di un'autorità unica di regolamentazione e vigilanza<sup>30</sup>.

---

(college of Law) Ohio, completandone le informazioni con alcune fonti a carattere nazionale. *Ibidem*.

<sup>28</sup> Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Portogallo, Spagna, Svezia, Uk.

<sup>29</sup> Bulgaria, Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Rep. Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia, Ungheria.

<sup>30</sup> Cfr., fra gli altri, G. CORRIGAN, *Financial market structure: a longer view*, in «Annual report of Federal Reserve Bank of New York», 1987, p.; R. DALE, *Reorganizing the regulation industry*, in «Financial regulation report», 1997, n. 2, p.

**TABELLA 1. Autorità di controllo nei paesi UE, effettivi ed aspiranti (anno 2003)**

<b>PAESI</b>	<b>SETTORE BANCARIO (B)</b>	<b>SETTORE MOBILIARE (S)</b>	<b>SETTORE ASSICURATIVO (I)</b>
Austria*	U	U	U
Belgio*	BS	BS	I
Bulgaria	BC	S	I
Cipro	BC	S	I
Danimarca*	U	U	U
Estonia	U	U	U
Finlandia*	BS	BS	I
Francia*	BC	BC, S	I
Germania*	U	U	U
Grecia*	BC	S	I
Irlanda*	BC	BC	BC
Italia*	BC	BC, S	I
Lettonia	U	U	U
Lituania	BC	S	I
Lussemburgo*	BS	BS	I
Malta	U	U	U
Olanda*	BC	BC, S	I
Polonia	B	S	I
Portogallo*	BC	BC, S	I
Rep. Ceca	BC	S	I
Romania	BC	S	I
Slovacchia	BC	SI	SI
Slovenia	BC	S	I
Spagna*	BC	BC, S	I
Svezia*	U	U	U
Uk*	U	U	U
Ungheria	U	U	U

*Legenda:*  
\* = Paesi membri UE  
B = Autorità specializzata settore bancario;  
S = " " " " settore mobiliare;  
I = " " " " settore assicurativo;  
BS = " " " " settore bancario e mobiliare;  
SI = " " " " settore assicurativo e mobiliare;  
BI = " " " " settore bancario e assicurativo;  
BC = Banca centrale.

Fonte: D.MASCIANDARO, A. PORTA, *op. cit.*

### 1.3.1 Metodologia

Concentrando l'attenzione sui profili più strettamente metodologici dell'indagine in esame, si deve precisare che essa è di tipo comparativo e consiste nei seguenti passaggi essenziali:

1. costruzione di un *Indice di Concentrazione dei poteri finanziari* (FAU Index "*Financial authorities unification index*"), il quale esprime il *grado di concentrazione dei poteri di regolamentazione e vigilanza finanziaria* riscontrabile in ciascuno Stato considerato, dato il numero di autorità ivi operanti. Lo si costruisce attribuendo a ciascun tipo di autorità un valore numerico secondo la seguente scala, tenendo presente che quanto più concentrati presso un'unica autorità sono i poteri di regolazione e vigilanza sui tre settori considerati, tanto più elevato è il valore che assume l'indice di concentrazione:

- 7 = supervisore unico per tutti e tre i settori;
- 5 = supervisore unico per i settori bancario e mobiliare;
- 4 = supervisore unico per i settori bancario e assicurativo;
- 3 = supervisore unico per i settori mobiliare e assicurativo;
- 1 = supervisori indipendenti specializzati su ogni settore specifico<sup>31</sup>.

Il Fau nazionale di ciascun paese così ottenuto va altresì modificato nel modo seguente, a seconda che, a parità di altre condizioni, in uno stesso settore esista più di un'autorità, di cui

---

<sup>31</sup> Come si può notare, allorquando vi è la presenza di un unico supervisore sia per il settore bancario che per quello mobiliare, il valore (pari a 5) che viene attribuito è superiore rispetto a quello che si riconosce nel caso in cui il supervisore unico si occupi del settore bancario e, accanto a questo, di quello assicurativo. Questo trattamento differenziato trova la propria ragione nella maggiore importanza relativa che, in ogni industria finanziaria, l'intermediazione bancaria ha rispetto a quella mobiliare e quest'ultima rispetto a quella assicurativa. Dunque, a parità di altre condizioni, il grado di concentrazione dei poteri è considerato come più elevato quando ad una stessa autorità, insieme alla responsabilità sul mercato bancario, si associano quelle relative al mercato mobiliare piuttosto che quelle concernenti il settore assicurativo. Cfr. D. MASCIANDARO, *La riforma delle autorità di supervisione finanziaria: lezioni internazionali per il caso italiano*, in G. BRACCHI, D. MASCIANDARO, (a cura di), *Fondazione Rosselli. Nono Rapporto sul sistema finanziario italiano. La competitività dell'industria bancaria. Intermediari e regole nel mercato italiano ed europeo*, Edibank, 2004, p. 532.

almeno una ha poteri con poteri in un secondo settore: aggiungendo 1 (e dunque aumentando il grado di concentrazione) se in un paese esiste almeno un settore con due autorità, e una di queste ha responsabilità almeno anche in un altro settore; sottraendo 1 (e dunque riducendo il grado di concentrazione) se in un paese esiste almeno un settore con due autorità, e nessuna di queste ha responsabilità in un altro settore; o altrove.

Due ulteriori considerazioni riguardo alla costruzione del Fau concernono la scelta di non tenere conto del “peso” dell’Agcm, trattandosi di un’autorità le cui competenze riguardano trasversalmente tutti i settori finanziari, e di selezionare le istituzioni coinvolte nei compiti di regolamentazione in base al numero ma non anche alla loro natura;

2. costruzione di un *Indice di coinvolgimento nella vigilanza finanziaria della banca centrale* (CBFA Index “*Central bank as financial authority index*”). Esso assume valore 1 se la banca centrale non ha responsabilità in nessun settore; valore 2 se essa ha responsabilità in un settore, 3 se ha responsabilità in due settori e, infine, valore 4 se «*the central bank has responsibility in all three sectors*»<sup>32</sup>;
3. costruzione di un grafico (Grafico 1) che riporti sull’asse delle ascisse il CBFA Index e su quello delle ordinate il FAU Index. Tracciando, per ogni indice, una linea corrispondente alla metà del valore massimo assumibile (quindi 3,5 per il FAU e 2 per il CBFA), si divide il grafico in quattro aree. Queste corrispondono ai quattro possibili modelli di assetto regolamentazione e di vigilanza attraverso cui è possibile identificare ogni Stato considerato, dati dalle possibili combinazioni di un livello alto/basso di concentrazione dei poteri con un livello alto/basso di coinvolgimento della banca centrale.



Di seguito si riportano la Tabella 2, relativa agli indici FAU e CBFA dei ventisette paesi UE effettivi ed aspiranti, ed il grafico 1, indicativo dei quattro possibili modelli di “*european financial regulation*”.

---

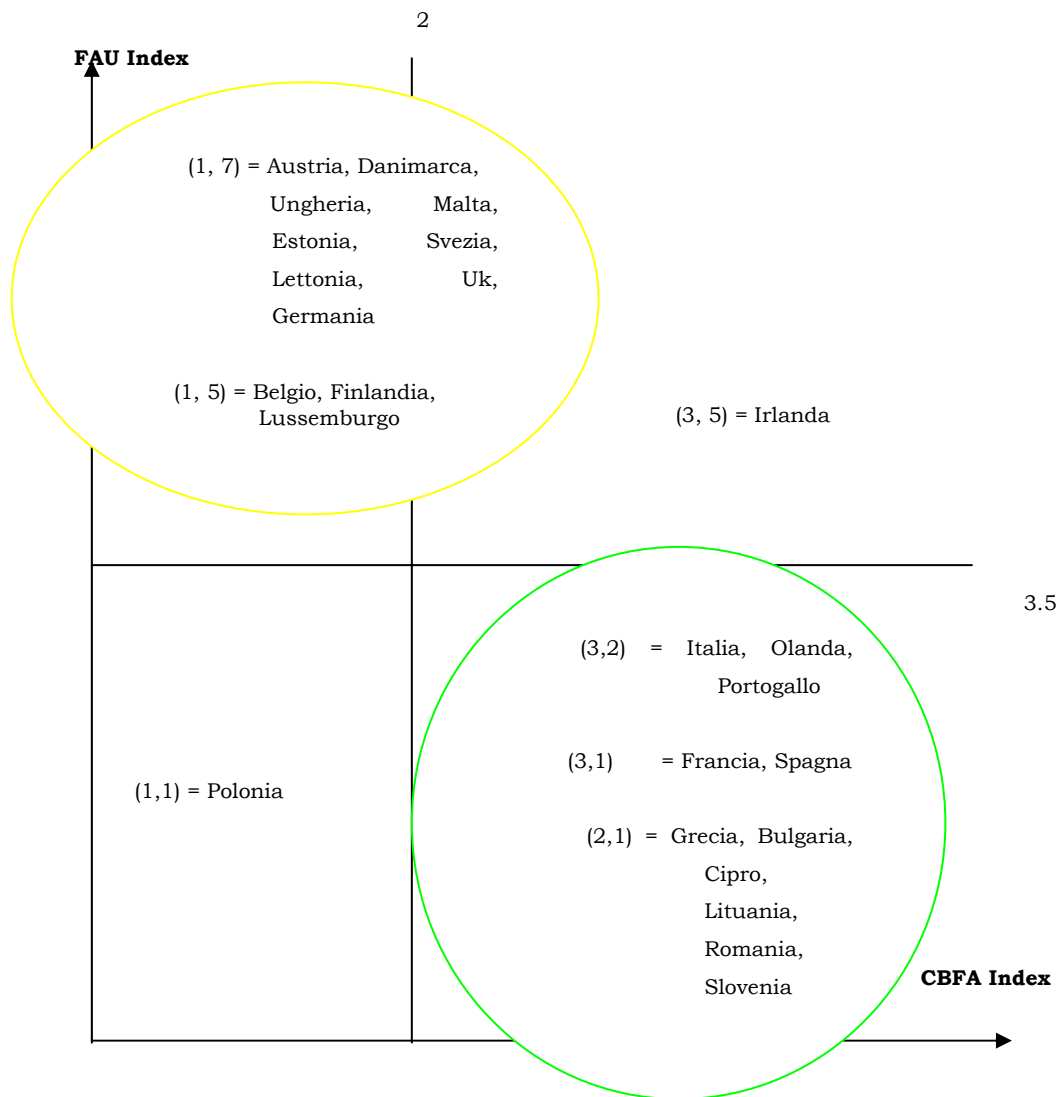
<sup>32</sup> Cfr. D. MASCIANDARO, A. PORTA, *Single Authority (...), op. cit.*, p. 13.

**Tabella 2: Indici FAU e CBFA nei Paesi UE effettivi ed aspiranti (anno 2003)**

<b>PAESI</b>	<b>SETTORE BANCARIO (B)</b>	<b>SETTORE MOBILIARE (S)</b>	<b>SETTORE ASSICURATIVO (I)</b>	<b>FAU Index</b>	<b>CBFA Index</b>
Austria*	U	U	U	<b>7</b>	<b>1</b>
Belgio*	BS	BS	I	<b>5</b>	<b>1</b>
Bulgaria	BC	S	I	<b>1</b>	<b>2</b>
Cipro	BC	S	I	<b>1</b>	<b>2</b>
Danimarca*	U	U	U	<b>7</b>	<b>1</b>
Estonia	U	U	U	<b>7</b>	<b>1</b>
Finlandia*	BS	BS	I	<b>5</b>	<b>1</b>
Francia*	BC	BC, S	I	<b>1</b>	<b>3</b>
Germania*	U	U	U	<b>7</b>	<b>1</b>
Grecia*	BC	S	I	<b>1</b>	<b>2</b>
Irlanda*	BC	BC	BC	<b>3</b>	<b>5</b>
Italia*	BC	BC, S	I	<b>2</b>	<b>3</b>
Lettonia	U	U	U	<b>7</b>	<b>1</b>
Lituania	BC	S	I	<b>1</b>	<b>2</b>
Lussemburgo*	BS	BS	I	<b>5</b>	<b>1</b>
Malta	U	U	U	<b>7</b>	<b>1</b>
Olanda*	BC	BC, S	I	<b>2</b>	<b>3</b>
Polonia	B	S	I	<b>1</b>	<b>1</b>
Portogallo*	BC	BC, S	I	<b>2</b>	<b>3</b>
Rep. Ceca	BC	S	I	<b>1</b>	<b>2</b>
Romania	BC	S	I	<b>1</b>	<b>2</b>
Slovacchia	BC	SI	SI	<b>2</b>	<b>2</b>
Slovenia	BC	S	I	<b>1</b>	<b>2</b>
Spagna*	BC	BC, S	I	<b>1</b>	<b>3</b>
Svezia*	U	U	U	<b>7</b>	<b>1</b>
Uk*	U	U	U	<b>7</b>	<b>1</b>
Ungheria	U	U	U	<b>7</b>	<b>1</b>

Fonte: D. MASCIANDARO, A. PORTA, *op. cit.*

**GRAFICO 1. Distribuzione del FAU e del CBFA nei paesi UE effettivi ed aspiranti (2003)**



Fonte: D. MASCIANDARO, A. PORTA, *op. cit.*.

### 1.3.2 Risultati dell'indagine

Dall'analisi dei dati emerge che, in base alle riforme attuate o in via di attuazione negli ultimi anni nell'ambito degli Stati dell'area UE (attuale e potenziale), i regimi di vigilanza e regolamentazione in campo finanziario si "polarizzano" verso due principali modelli prevalenti:

1. assetto accentrato, con autorità finanziaria unica (*Single financial authorities regime*), contraddistinto contestualmente da un basso coinvolgimento della banca centrale nei poteri di controllo;
2. assetto decentrato, con regolatori multipli, e contraddistinto da un ruolo significativo della banca centrale (*Central bank dominated multiple regulators regime*)<sup>33</sup>.

I due modelli sono equamente rappresentati in Europa.

Considerando in primo luogo i paesi già membri dell'UE, risultano assimilabili al modello dominato dall'autorità unica otto paesi (Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Germania, Lussemburgo, Regno Unito e Svezia), mentre negli altri sette il peso della banca centrale è relativamente maggiore (Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Olanda, Portogallo e Spagna). Il quadro non cambia se si considera la prospettiva dell'allargamento: l'autorità unica prevale in quattro paesi (Estonia, Lettonia, Malta e Ungheria) mentre nei rimanenti sei si riscontra una tendenziale prevalenza

---

<sup>33</sup> Riguardo al fatto che al maggiore coinvolgimento della banca centrale nella vigilanza si accompagni una tendenziale minore integrazione dei poteri e dunque una minore velocità nell'unificazione dei medesimi, trova almeno due giustificazioni. In primo luogo, essendo la banca centrale il potenziale prestatore di ultima istanza, coloro i quali decidono il disegno delle regole di vigilanza tendono a non estenderne il potere agli altri comparti del settore finanziario, onde evitare che gli intermediari non bancari che in tali comparti operano si sentano erroneamente tutelati dalla stessa forma di protezione (per l'appunto rappresentata dal credito di ultima istanza) assicurata alle banche, accentuando così la loro propensione al rischio (*blurring hazard*). In secondo luogo, i decisori potrebbero non gradire una banca centrale troppo coinvolta nella supervisione finanziari, temendone l'eccessivo potere istituzionale e/o burocratico (*monopolistic bureau effect*). Cfr. D. MASCIANDARO, *La riforma (...)*, in G. BRACCHI, D. MASCIANDARO, (a cura di), *Fondazione Rosselli. Nono Rapporto (...)*, op. cit., p. 535.

della banca centrale (Cipro, Repubblica Ceca, Lituania, Polonia, Slovacchia e Slovenia)<sup>34</sup>.

In Europa non esiste, dunque, un modello dominante, anche se (come già ricordato) il modello ad autorità unica sembra rappresentare la risposta più naturale e consona al fenomeno dell'integrazione funzionale che sta attualmente interessando i sistemi finanziari. Se, infatti, la struttura che si attende nel lungo periodo è quella di un mercato finanziario unico, l'architettura regolamentare più adatta appare proprio quella caratterizzata da un regolatore unico<sup>35</sup>.

I risultati messi in luce dall'analisi empirica confermano che il fenomeno del modello del "single regulator" ha una sua consistenza<sup>36</sup>. Ciò si riscontra non solo nei Paesi (quali l'Austria, il Belgio, la Danimarca) che, contraddistinti dalle ridotte dimensioni dei propri sistemi finanziari, una parte della letteratura<sup>37</sup> vuole naturalmente votati alla semplificazione della regolamentazione finanziaria mediante l'attribuzione delle competenze ad un unico regulator<sup>38</sup>, ma altresì in Paesi (nello specifico, l'Inghilterra e la

---

<sup>34</sup> Fra i paesi già membri dell'UE, si osserva che cinque paesi su quindici (Austria, Danimarca, Svezia, Uk e Germania) raggiungono il massimo livello dell'indice FAU, pari al 33% del totale del campione di quindici paesi; il livello medio totale del FAU (sempre sul campione di 15 paesi) è pari a 4,13. Fra i paesi interessati al processo di allargamento, 4 paesi su 12 (Estonia, Lettonia, Malta, Ungheria), pari anche in questo caso al 33% del campione, raggiungono il massimo livello del FAU, mentre il livello medio di tale indice è pari a 3,08. Ne consegue che, nel confronto tra paesi già membri e quelli aspiranti, questi ultimi mostrano, in media, un livello minore e un grado di dispersione maggiore di quello di concentrazione dei poteri di regolamentazione e vigilanza. Sommando i membri attuali a quelli aspiranti e considerando, dunque, un'ipotetica UE a ventisette membri, si riscontra che i paesi che raggiungono il livello massimo di concentrazione rappresentano il 29% del totale, con un livello medio del FAU pari a 3,6. Dunque, rispetto all'attuale situazione, si avrebbe, in media, un grado di concentrazione dei poteri più basso e più disperso.

<sup>35</sup> In argomento si vedano, fra tutti, G. DI GIORGIO, C. DI NOIA, (a cura di), *Should banking supervision and monetary police tasks be given to different agencies?*, in «International finance», 1999, n. 3, p. 52.

<sup>36</sup> Si veda ampiamente C. GOODHART, PHILLIP HARTMANN, D. LLEWELLYN, L. R. ROJAS SUAREZ, S. WEISBROD, (a cura di), *Financial regulation. Why, how and where now?*, Routledge, 1998, p. 145 e ss.

<sup>37</sup> Cfr. M. TAYLOR – A. FLEMING, *Integrated financial supervision: lessons from Northern European experience*, in «Policy Research Working Papers», 1999, n. 2223, p. 20.

<sup>38</sup> In verità, la scelta di affidare al regolatore unico la responsabilità di vigilare e regolamentare l'intero sistema finanziario risulta di più antica tradizione solo in Danimarca, laddove la *Finanstilsynet* ricopre quel ruolo dal 1988. In Austria e in Belgio, invece, la *Finanzmarktaufsicht* (FMA) nella prima, e la *Commission bancaire, Financière et*

Germania) in cui le dimensioni dei sistemi finanziari sono tutt'altro che piccole, e che allora rintracciano altrove le ragioni di una simile scelta<sup>39</sup>. D'altronde, l'analisi ha mostrato come la condizione che in

---

*des Assurances* (CBFA) nel secondo, svolgono la funzione di regolatori unici, rispettivamente, dal 2002 e dal 2004. Anche in merito al ruolo rivestito nei tre Paesi dalla rispettive Banche Centrali esistono delle differenziazioni. Se in Belgio e Danimarca la *Banque Nationale de Belgique* e la *Danmarks Nationalbank* si limitano a salvaguardare la macro stabilità del sistema finanziario (vigilando sul sistema dei pagamenti), in Austria la *Oesterreichischen Nationalbank* continua ad affiancare alla macro stabilità anche la vigilanza ispettiva sulle banche, compiendo analisi e studi riguardanti i rischi di mercato e di credito cui esse sono esposte. Cfr. L. PROIETTI, F. SANTOBONI, A. VINCIONI, *La vigilanza dei sistemi finanziari nell'area del SEBC. Le recenti tendenze evolutive*, in «Banche e banchieri», 2006, n. 1, p. 10.

<sup>39</sup> La *Financial Services Authority* (FSA) è il regolatore unico inglese creato nel 1997 e diventato operativo nel 2001, con l'entrata in vigore del *Financial Services and Markets Act* (FSMA). Affiancato dal *Treasury* (responsabile della complessiva struttura istituzionale della legislazione finanziaria), dalla *Bank of England* (con competenze circa la politica monetaria, il controllo sulla stabilità complessiva e l'efficienza del sistema finanziario), dal neo costituito *Pensions Regulator* (che esercita la vigilanza esclusiva sui Fondi pensione dal 2005, al posto del vecchio *Occupational Pensions Regulatory Organization*) ed, infine, dall'architettura che si occupa della tutela della concorrenza (*Office of Fair Trading*, *Competition Commission*, Ministro dell'Industria e del Commercio), esso subentra ad un sistema di regolamentazione, informale e fondato prevalentemente su meccanismi di autoregolamentazione, che prevedeva la compresenza di ben otto organi di vigilanza: il *Treasury*, al vertice della struttura; la *Bank of England* (vigilanza sulle banche); la *Building Societies Commission* (controllo sulle *building societies*); il *Personal Investment Authority* (competenze sui *financial advisors*); il *Securities and Futures Authority* (vigilanza sulle *securities houses*); *Investment Management Regulatory Organisation* (competenza sui *Fund managers*). Questi ultimi tre organismi, nell'esercizio delle loro attività, venivano coordinati dal *Securities and Investment Board*; infine, distaccato dalla struttura di organi così definiti era il *Department of Trade and Industry*, competente circa la vigilanza sulle *insurance companies*. Cfr. G. CONSOLI, I. DE SANTIS, *Ruolo e funzioni della Financial Services Authorities*, in «CERADI Papers», 2003, January, p. 4. Le evoluzioni "centriste" che hanno riguardato il sistema di vigilanza inglese hanno diviso la dottrina circa le ragioni che vi hanno dato origine. Alcuni, tra cui B. ALEMANNI, *Le crisi bancarie in Gran Bretagna*, in R. RUOZI, *Le crisi bancarie*, Giuffè, 1995, pp. 371 e ss., e C. A. SAMUELSON, *The fall of Barings: lesson for legal oversight of derivatives transactions in the United States*, in «Cornell international law journal», 1996, n. 3, p. 793 e ss., sostengono si sia trattato di un provvedimento necessario per "correggere" un disegno regolamentare che non si era mostrato adeguato a garantire la tutela dei risparmiatori di fronte ai numerosi e gravi fenomeni di dissesti bancari verificatisi a partire dagli '70. Conseguentemente, fra gli obiettivi principali che si assegnano alla FSA rientra quello di «to secure an appropriate degree of protection for consumers whilst recognising their own responsibilities» (art. 5 FSMA). Secondo altri, le motivazioni vanno ricercate piuttosto nell'esigenza di rispondere a mutamenti morfologici dell'industria bancaria e finanziaria e nella gamma e complessità dei prodotti da essa offerti. Così, C. GOLA, A. ROSSELLI, *Il sistema bancario del Regno Unito e la riforma della vigilanza*, in «Quaderni di ricerche Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari L. Einaudi», 2003, n. 42, p. 65. Per ciò che riguarda il sistema di vigilanza tedesco, essenzialmente al fine di accrescere l'efficienza e la trasparenza dei controlli, nonché la competitività e la sicurezza degli operatori, dal 2002 esso è contraddistinto dall'accentramento della vigilanza con l'istituzione della *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin). Tuttavia, rispetto alla più accentuata integrazione riscontrabile nel sistema britannico, quello tedesco conserva caratteri più tipici dei sistemi decentrati. In primo luogo, in materia di vigilanza bancaria "corrente" (analisi delle segnalazioni inviate dagli istituti di credito, dei rapporti di revisione e dei documenti relativi al bilancio d'esercizio, esecuzione e analisi dei controlli tecnico - bancari ai fini del giudizio sull'adeguatezza della dotazione di capitale e delle procedure di gestione dei rischi), la BaFin condivide competenze e responsabilità con la *Deutsche Bundesbank*. Inoltre, anche da un punto di vista strettamente "logistico" la

ogni caso si accompagna allo sviluppo di un regolatore unico è rappresentata dal ridotto coinvolgimento della Banca centrale nel sistema di *regulation* finanziaria. Tale condizione è strettamente correlata alle funzioni che storicamente la Banca centrale ha svolto nei Paesi presi in esame: «quanto più a lungo questa ha esercitato il ruolo di regolatore sulle banche, tanto meno facile è il passaggio delle competenze ad un'agenzia del tutto nuova»<sup>40</sup>.

Avvalora la tesi della tendente prevalenza alla riduzione del numero delle autorità di controllo, con potenziale accentramento dei poteri presso un unico regolatore, una recente analisi concernente i sistemi di regolamentazione a cura della Banca Centrale Europea<sup>41</sup>. Nello specifico, essa identifica quattro

---

vigilanza della BaFin si presenta segmentata: essa si basa su tre pilastri che seguono un modello di regolamentazione istituzionale o “per soggetti” (vigilanza sul sistema creditizio in capo al primo pilastro, quella sulle imprese di assicurazione in capo al secondo e quella sui mercati mobiliari e sulla trasparenza delle informazioni in capo al terzo), e su tre dipartimenti *cross section* (posti ad assistenza dei tre pilastri) che adottano, invece, un’impostazione “per finalità” (problematiche inerenti mercati, prodotti e conglomerati finanziari al primo dipartimento, quelle relative la formulazione della normativa al secondo e quelle concernenti la lotta al riciclaggio e alla concorrenza, al terzo). Cfr. I. BORRELLO, *La legge tedesca sulla vigilanza finanziaria integrata*, in «Giorn. dir. amm.», 2002, n. 10, p. 1107.

<sup>40</sup> Così, G. MAROTTA, *L'assetto istituzionale (...)*, cit., p. 3. Nei Paesi, in *primis*, nord europei (Danimarca, Norvegia, Svezia, Finlandia), la Banca centrale non è stata coinvolta in modo esteso nell’ambito della supervisione, sia delle banche che degli altri intermediari. In particolare, la supervisione bancaria veniva attribuita ad istituzioni diverse dalla Banca centrale. Per conseguenza, la “migrazione” di tale competenza (e di quelle sugli altri comparti della finanza) dagli organi a ciò preposti verso il *single regulator* (il quale assorbiva anche istituzionalmente gli organi preesistenti, che venivano perciò soppressi) è stato estremamente semplificato. Analoghe considerazioni valgono per Paesi a bassa vocazione banco centrica. In Inghilterra, ad esempio, la *Bank of England* è stata ufficialmente investita dei poteri di regolamentazione e vigilanza prudenziale sulle banche solo con il *Banking Act* del 1979. Fino ad allora, era prevalso un modello di vigilanza piuttosto basato su meccanismi di autoregolamentazione (*light regulatory touch*). *Ibidem*. Un caso del tutto particolare è rappresentato dal sistema di vigilanza tedesco, divenuto “accentrato” nonostante il carattere bancocentrico del sistema finanziario tedesco (con l’assoluta predominanza delle banche rispetto agli altri intermediari) ed il ruolo non certo limitato della *Deutsche Bundesbank*. Infatti, se pure quest’ultima venne istituita nel 1957 con il mandato esplicito di salvaguardare la politica monetaria e, per conseguenza, le era precluso il controllo sul credito affidato ad una apposita autorità federale (BAK), la Bundesbank partecipava ampiamente alla vigilanza sulle singole istituzioni, condividendo con la BAK la competenza circa la vigilanza “corrente” sulle banche. Cfr. I. BORRELLO, *Il controllo sul credito*, in S. CASSESE, *Trattato di diritto amministrativo*, Giuffrè, 2003, p. 2800.

<sup>41</sup> Cfr. ECB, *Developments in National Supervisory Structures*, in «ECB», 2003, june, p. 50.

---

principali tendenze (nel settore finanziario) in atto nei Paesi europei<sup>42</sup>:

1. separazione della regolamentazione — affidata ad organi normativi sempre più di frequente organizzati in sedi sopranazionali — dalla vigilanza — di competenza di autorità specializzate “in loco” — ;
2. “razionalizzazione” degli obiettivi della vigilanza: da un lato, le due finalità principali e specifiche dei mercati finanziari, ovvero la stabilità degli intermediari (*prudential supervision*) e la tutela del risparmio (*conduct of business*); dall’altro, le due finalità trasversali, comuni ad ogni tipo di mercato, identificate nell’integrità e nell’efficienza (tutela della concorrenza);
3. riduzione progressiva del numero delle autorità di controllo. In effetti, date le due finalità specifiche, si tende a scegliere tra uno o, al massimo, due autorità, affiancate dall’*antitrust* per l’efficienza. Per l’integrità, le soluzioni possono essere differenti, tenendo conto del fatto che essa coinvolge l’interesse anche di organismi inquirenti ed investigativi;
4. introduzione di meccanismi formalizzati di cooperazione e coordinamento fra le diverse autorità competenti.

#### **1.4 Il modello “ottimale” di regolamentazione e vigilanza è funzionale ad un set di variabili economico-istituzionali, tipiche di ciascun Paese, che guidano la scelta dei policy makers**

Al di là delle considerazioni appena fatte circa il modello del *single regulator*, bisogna ricordare che l’identificazione di un regime ottimale di regolamentazione (in ambito UE) fra le due possibili alternative individuate non può trovare univoca soluzione, valida in

---

<sup>42</sup> Si veda M. ONADO, *La tutela del risparmio in Italia*, in G. BRACCHI, D. MASCIANDARO, (a cura di), *Fondazione Rosselli. Nono Rapporto (...)*, op. cit., p. 547.



assoluto e applicabile a ogni contesto istituzionale, politico ed economico. Ciò in quanto l'architettura della regolamentazione finanziaria è, in ultima analisi, funzionale<sup>43</sup> a tutta una serie di grandezze economiche, strutturali ed istituzionali proprie di ciascun Paese<sup>44</sup>.

In particolare, si è verificato [Demirgüç – Kunt, Levine, 1999]<sup>45</sup> che alcune fra le grandezze ricordate assumono una significatività di tutto rilievo nel “guidare” le scelte dei *policy makers* in merito alla riforma dei propri assetti regolamentari o, in ultima analisi, nella formulazione di provvedimenti normativi che influenzano la variazione, verso l'alto o verso il basso, del grado di concentrazione di *regulation* e *supervision* finanziaria.

Il grado di concentrazione anzidetto (peraltro, già individuato nella veste di «FAU Index» nell'analisi di Masciandaro e Porta, 2003) diventa, dunque, una variabile endogena, sulla quale incidono specifiche determinanti.

Ci si riferisce:

- 1) allo sviluppo della struttura finanziaria (*Financial sector development*);
- 2) all'influenza esercitata dall'ambiente legale e regolamentare sulla medesima struttura (*Legal and regulatory environment*);
- 3) al coinvolgimento della Banca centrale nell'attività di regolamentazione (*CBFA Index*, Masciandaro Porta, 2003)<sup>46</sup>.

Per ciò che concerne il punto *sub 1)*, si prendono in considerazione alcuni indici che misurano la consistenza della struttura finanziaria rispetto all'economia nazionale (quest'ultima

---

<sup>43</sup> Si veda T. PERSSON, G. TABELLINI, *Political Economy: explaining economic police*, Mit University Press, 2000, p.; A. DRAZEN, *Political economy in macroeconomics*, Princeton University Press, 2000, p.

<sup>44</sup> Cfr. H.BERGER, J. DE HAAN, S. C. W. EIJJFINGER., *A State within a State? An event study on the bundesbank*, in «Scottish Journal of political economy», 2000, n. 46, pp. 17-39.

<sup>45</sup> Apprezzabili, in tal direzione, gli studi compiuti da DEMIRGUC - KUNT e R. LEVINE, *Bank based and market based financial systems: cross countries comparisons*, 1999, *Development research group (Finance department)*, World Bank.

espressa in termini di Pil). Essi si riferiscono, da un lato, al settore bancario e dell'intermediazione finanziaria non bancaria; dall'altro, al settore del mercato dei titoli. Per entrambi i settori, gli indici oggetto di calcolo stimano «*the size (dimensione), activity (attività) and efficiency (efficienza) of banks, nonbank financial intermediaries and equity markets*»<sup>47</sup>. Inoltre, al fine di esplicitare l'importanza «relativa» del settore bancario rispetto a quello dell'*equity market*, si procede al calcolo di indici che pongono in relazione grandezze dell'uno e dell'altro, ancora una volta in termini di *size, activity and efficiency*.

Gli indici relativi alle «*dimensioni*», rispettivamente di banche (e intermediari non bancari) e *stock market*, sono i seguenti: a) «*Liquid Liabilities to GDP ratio*», esprime il rapporto tra Passività liquide di un «*broad range*» di banche ed intermediari finanziari non bancari ed il Pil nazionale. Si tratta di un indice in grado di esprimere la dimensione degli intermediari finanziari (bancari e non) in relazione a quella dell'economia nazionale nel suo complesso; b) «*Bank assets to GDP ratio*» è il rapporto tra il totale dei depositi bancari nazionali ed il Pil nazionale; c) «*Market Capitalization to GDP ratio*» esprime il rapporto fra il valore delle azioni nazionali (che sono negoziate «*on domestic exchanges*») ed il Pil nazionale. Un ultimo indice che presenta implicazioni in termini di dimensioni della struttura finanziaria è il «*Bank concentration Index*», dato dal rapporto tra gli *assets* delle tre principali banche sul totale degli *assets* bancari.

Gli indici relativi all'«*attività*», anche questa volta rispettivamente di banche (e intermediari non bancari) e *stock market*, sono i seguenti: a) «*Claims of deposit money banks on private sector to GDP ratio*», esprime l'attività bancaria nel settore privato ovvero l'entità dei prestiti bancari concessi al solo settore

---

<sup>46</sup> Per la determinazione del CBFA *Index* si rinvia all'evidenza empirica di Masciandaro Porta (2003) precedentemente analizzata.

privato (ad esclusione cioè delle imprese pubbliche e dei governi locali e centrali) rispetto al Pil; b) «*Claims of other financial institutions on private sector ratio*» esprime l'entità dei crediti (e delle altre concessioni) al settore privato da parte di compagnie di assicurazione, società finanziarie, «*mutual funds*», «*private pension funds*», in relazione al Pil; c) «*Trading to GDP ratio*» rapporta il valore delle negoziazioni domestiche di azioni (domestiche) al Pil nazionale.

Gli indici relativi all'«*efficiency*» di banche (e intermediari non bancari) e *stock market*, sono i seguenti: a) «*Overhead cost*» è il rapporto tra i costi bancari globali e totale attivi bancari. Il suo eventuale valore elevato si presta a valutazioni non sempre sfavorevoli. Infatti, se spesso è indice di insufficiente competitività tra le banche, potrebbe tuttavia scaturire anche da elevati e significativi investimenti delle banche al fine di fornire servizi di sempre maggiore elevata qualità alla clientela<sup>48</sup>; b) «*Bank Net Interest Margin*» è il rapporto tra la differenza tra interessi bancari attivi e passivi sul totale degli *assets* bancari; c) «*Turnover*» è il rapporto tra il valore delle negoziazioni di azioni domestiche sul mercato domestico e il valore delle azioni domestiche negoziate sul mercato domestico<sup>49</sup>.

Infine, gli li indici che esprimono l'importanza relativa delle «*banks relative to stock markets*» scaturiscono dal raffronto degli indici di *size*, *activity* and *efficiency*, variamente combinati, già calcolati rispetto a banche, intermediari non bancari e *stock market*. Nello specifico, essi sono i seguenti: a) *Bank vs Capitalization* (totale depositi bancari/valore delle azioni nazionali); b) *Bank credit vs Trading* (crediti bancari al settore privato/valore totale delle negoziazioni domestiche di azioni domestiche); c) *Other*

---

<sup>47</sup> *Ibidem*, p. 5.

<sup>48</sup> *Ibidem*, p. 9.

<sup>49</sup> Si tenga presente che il *Turnover* è una misura "indiretta" di efficienza (poiché non misura il costo delle transazioni).

*financial institutions vs Trading* (crediti non bancari al settore privato/valore totale delle transazioni domestiche di azioni domestiche); d) *Trading vs Overhead cost* (valore totale delle transazioni domestiche di azioni domestiche x *Overhead cost*); e) *Trading vs Interest Margin* (valore totale delle transazioni domestiche di azioni domestiche x *Bank net interest margin*)

Come anticipato, sulle scelte dei *policy makers* in merito a «quanto» accentrare i poteri di regolamentazione e vigilanza dei mercati finanziari incide, oltre alla struttura finanziaria di ciascun Paese, altresì la configurazione dell'ambiente legale e regolamentare (*Legal and regulatory environment*) ivi riscontrabile (punto *sub 2*), con particolare incidenza della disciplina studiata a tutela dei diritti degli investitori (ed ei creditori) e alla qualità della loro applicazione.

In tal direzione, si possono formulare alcune significative considerazioni (La Porta *et al.*, 1997)<sup>50</sup>.

La qualità delle regole studiate a tutela degli investitori e dei creditori incide fortemente sullo sviluppo del sistema finanziario, soprattutto in termini di potenziamento del ruolo degli *stock market*. Ciò accade in quanto i risparmiatori che percepiscono un buon livello di tutela legale dei propri diritti saranno naturalmente più propensi a finanziare le imprese del settore privato, sottoscrivendone azioni (*equity*) e obbligazioni (*debt*) loro offerte mediante l'intermediazione del mercato dei capitali. Quest'ultimo, di conseguenza, assiste ad una crescita del volume di negoziazioni svolte e, dunque, della propria efficienza<sup>51</sup>.

Quattro sono le determinanti legali particolarmente significative ai fini del presente studio, e tutte vengono rapportate a due essenziali «*legal origin*»: «*Common law legal tradition*», la quale tende a porre in risalto i diritti degli azionisti di minoranza delle

---

<sup>50</sup> Cfr. R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R. W. VISHNY, *Legal determinants of external finance*, in «The Journal of finance», 1997, vol. 52, n. 3, p. 1131.

società quotate, con benefiche implicazioni per lo sviluppo del mercato dei titoli, e la «*Civil law legal tradition*», la quale (per contro) «*do not emphasize the right of minorità shareholders with adverse effects on the functioning of equity markets*»<sup>52</sup>.

La «*Rule of law*» è la stima quantitativa della tradizione legale dei singoli Paesi. Essa varia da 0 a 10, «*(...) with lower scores for less tradition for law and order*»<sup>53</sup>. Più elevato è il suo valore, più significativo, consolidato ed efficace può considerarsi il ruolo della legislazione generalmente intesa.

Lo *S-rights Index (Shareholders o Antidirector rights)* è l'indice del grado di protezione riconosciuta ai diritti patrimoniali e amministrativi degli azionisti. Il valore può variare tra 0 e 5. Il progressivo incremento del suo valore avviene quanto più la legislazione nazionale in ambito societario è favorevole agli azionisti (e a quelli di minoranza in special modo), nel senso che *a)* è consentito loro il voto per corrispondenza; *b)* non gli viene imposto di depositare le proprie azioni prima dello svolgimento dell'assemblea generale; *c)* sia prevista una proporzionale rappresentatività della minoranza nel Consiglio di amministrazione; *d)* sia prevista una percentuale minore o, al massimo, uguale al 10% del capitale sociale affinché la minoranza possa richiedere la convocazione straordinaria dell'assemblea; *e)* sia riconosciuto loro il diritto di prelazione, escludibile solo mediante il voto degli stessi azionisti. Evidentemente, quanto più elevato è il valore dello *srights index*, tanto più si innalza la propensione dei risparmiatori a rivolgersi al mercato dei capitali per investire i loro fondi.

Il *Crights Index (Creditor rights)* indica il grado di protezione accordata ai creditori – sottoscrittori di *corporate bonds*, in fasi

---

<sup>51</sup> *Ibidem*, p. 1132

<sup>52</sup> Si veda R. LEVINE, *Law, finance and economic growth*, in «*Journal of financial intermediation*», 1999, January, p. 1010.

patologiche (liquidazione o *reorganization*) della società emittente. Esso varia da 0 a 4 ed il progressivo incremento del suo valore avviene quanto più la legislazione nazionale in ambito di *bankrupt firm* è favorevole ai creditori, nel senso che a) sono previste restrizioni, quali il preventivo consenso dei creditori, per consentire ad una società in stato di insolvenza di usufruire della riorganizzazione piuttosto che venire assoggettata a fallimento; b) alla società debitrice è sottratta l'amministrazione dei suoi beni in pendenza della decisione di concederle o meno la riorganizzazione; c) i *secured creditors* sono soddisfatti in via preferenziale a seguito della distribuzione del ricavato ottenuto dalla vendita dei beni della *bankrupt firm*. Così come nel caso dello *rights index*, anche per il *rights index* si può affermare che al crescere del suo valore, aumenterà la propensione dei risparmiatori ad investire nello *stock market*.

Il *Restrict of banks regulation Index* esprime la stima delle restrizioni imposte alle banche circa la possibilità di operare in alcune «*nontraditional activities*», quali sottoscrizione e brokeraggio in titoli e in polizze assicurative o investimenti in beni immobili. Il suo valore (ovvero il peso delle restrizioni) varia da 1 a 4 a seconda che le banche: possano intraprendere direttamente tutte le attività anzidette (1 «*unrestricted*»); possano intraprendere tutte le attività anzidette ma solo mediante sussidiarie (2 «*permitted*»); possano intraprendere solo alcune delle attività anzidette, sia direttamente che mediante sussidiarie (3 «*restricted*»); infine, sia loro proibito di esercitare ciascuna delle attività in questione (4 «*prohibited*»)<sup>54</sup>. In merito al *restrict index* si può concludere che «*countries with regulations that restrict the rights of banks to engage in securities*

---

<sup>53</sup> Cfr. T. REYNOLDS, A. FLORES, *Foreign Law: current sources of basic legislation in Jurisdictions of the world*, Rothman, 1989.

<sup>54</sup> Cfr. DEMIRGUC - KUNT e R. LEVINE, *Bank based (...), cit.*, p. 32.

*market activities, real estate and insurance are more likely to have underdeveloped financial systems»<sup>55</sup>.*

Individuate le determinanti alla base delle scelte dei *policy makers* in tema di concentrazione dei poteri di regolamentazione dei mercati finanziari, il passaggio finale consiste nel definire in che modo tale influenza viene esercitata o, in definitiva, in presenza di quali andamenti delle medesime variabili i *policy makers* decidono per un maggior grado di accentrimento dei detti poteri.

Dall'osservazione dell'andamento delle variabili considerate su di un campione di ben 150 Paesi (fra i quali i ventisette Paesi dell'area UE), si sono tratte delle tendenze comuni fra i Paesi che presentano analoga concentrazione dei poteri di *regulation and supervision* finanziaria. Si è potuto concludere, così, che la probabilità che un Paese si indirizzi verso l'accentrimento dei poteri di regolamentazione finanziaria sarà tanto più alta quanto<sup>56</sup>:

- minore è il coinvolgimento della Banca centrale in tali poteri o, analogamente, basso è il valore del *CBFA Index* riscontrabile;
- meno il sistema finanziario è sviluppato e, dunque, quando la misura globale (ottenibile dalla somma dei valori di *Bank assets* e *Market capitalization*) del sistema risulti poco significativa rispetto ad un potenziale livello medio di miglioramento;
- più il modello di intermediazione è di tipo *market oriented*, ovvero quanto più elevato è il peso relativo dello *stock market* rispetto al sistema bancario;
- più è concentrato il sistema di intermediazione bancaria o, analogamente, quanto è più elevato il valore del *Bank concentration Index*;

---

<sup>55</sup> *Ibidem.*

<sup>56</sup> Cfr. D. MASCIANDRO, A. PORTA, *Ruolo (...)*, in G. BRACCHI, D. MASCIANDARO, (a cura di), *Fondazione Rosselli. Ottavo Rapporto (...)*, op. cit., p. 404 e ss.

- più il «*legal environment*» è contraddistinto da regole favorevoli ai fruitori (azionisti e obbligazionisti) del mercato dei capitali. In questo caso, si è appurato che alti livelli di *Srights* e *Crighs Index*, controbilanciati da bassi livelli del *Restrict of banks regulation Index* favoriscono l'espansione del capital market e, per conseguenza, la tendenza all'integrazione dei poteri di vigilanza e regolamentazione del medesimo.



## **CAPITOLO SECONDO**

# **LA REGOLAMENTAZIONE ED IL CONTROLLO DEL MERCATO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI NEL DIRITTO COMUNITARIO: METODO “*LAMFALUSSY*” vs “*SINGLE REGULATOR*”**

## **2.1 L'analisi delle tendenze evolutive della regolamentazione e della vigilanza del mercato degli strumenti finanziari non può prescindere dalla considerazione delle influenze che su di esse ha il diritto comunitario**

L'art. 3 par. 1 del Trattato istitutivo della Comunità Europea (e succ. mod.) dispone che tra i compiti di quest'ultima rientrano azioni finalizzate alla creazione di «*un mercato interno caratterizzato dall'eliminazione, fra gli Stati membri, degli ostacoli alla libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali*».

Il «mercato interno» (o, analogamente, «mercato comune») è, dunque, un'entità complessa, poiché si compone di diverse «sotto entità» tra cui è riconducibile, in particolar modo, quella di «*mercato unico dei capitali o dei servizi finanziari*».

Concentrando, allora, l'attenzione sulla componente di tipo finanziario del mercato comune, si può desumere che siccome tra i due esiste un rapporto di *genus a species*, ciò implica che l'instaurazione del mercato comune richiede che venga raggiunto anche la «comunanza» del mercato dei servizi finanziari o, in altri termini, che si giunga alla realizzazione di un «mercato unico dei servizi finanziari» medesimi. L'efficienza del mercato comune e (per conseguenza) lo sviluppo economico dell'UE sono conseguibili solo in presenza di un contestuale processo di integrazione (anche) del sistema finanziario europeo nel suo complesso<sup>57</sup>. L'integrazione

---

<sup>57</sup> Diversi sono i filoni di ricerca che individuano una relazione positiva tra integrazione finanziaria e crescita economica. Il primo a documentarla è stato Goldsmith (1969), il quale ha osservato una correlazione positiva tra sviluppo finanziario e reddito pro capite. Allo stesso filone di studi appartengono anche i lavori di McKinnon (1973) e Shaw (1973), i quali analizzano la relazione tra sviluppo finanziario, tasso di risparmio e volume degli investimenti. Riguardo al come l'integrazione finanziaria possa influire sulla crescita economica, GIANNELLI *et al.* (2002) sostengono che una maggiore integrazione finanziaria va ad influire sul grado di efficienza di intermediari e mercati e sul miglioramento della regolamentazione domestica, attraverso l'intensificazione della concorrenza e l'importazione di servizi finanziari più evoluti. Cfr. B. ALEMANNI, *L'integrazione dei mercati finanziari nell'era dell'Euro*, in «NewFin Working Paper Bocconi University», 2003,

finanziaria, a sua volta, necessita di un sistema di riferimento contraddistinto da assetti regolamentari omogenei<sup>58</sup>.

Lo strumento principale impiegato dalla Comunità Europea per garantire una tale omogeneità si identifica nelle cosiddette «direttive di armonizzazione» relativamente alla normativa dell'area mobiliare, il cui fondamento giuridico si evince, evidentemente, nell'ambito del Trattato. Questo "acconsente" a che il Consiglio «(...) stabilisca direttive volte al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che abbiano un'incidenza diretta sull'instaurazione o sul funzionamento del mercato comune» (art. 94, par. 1 Trat.) ovvero «che abbiano ad oggetto (...) l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno» (art. 95 par. 1 Trat.)<sup>59</sup>.

Il «riavvicinamento» (per mezzo dell'armonizzazione) delle normative nazionali in tema di mercato mobiliare si è fondato in origine su tre capisaldi dell'ambiente comunitario: armonizzazione minima, mutuo riconoscimento e controllo del Paese d'origine (o *home country control*). Ciò nella convinzione che si trattasse delle giuste tecniche per giungere efficacemente all'unificazione del mercato dei servizi finanziari.

In realtà, osservando l'attuale condizione del mercato europeo dei servizi finanziari, si deve constatare che lo stesso è ancora lontano da una piena e soddisfacente integrazione. E le cause sono da rintracciare proprio in quei capisaldi sui quali tanto affidamento si era fatto<sup>60</sup>. Da un lato, l'armonizzazione minima non ha condotto a risultati soddisfanti dal punto di vista dell'uniformità delle regole poiché, per come formulata, ha lasciato agli Stati membri di

---

n. 6, pp. 4-5; A. G. GRASSO – E. GUALANDRI, *Verso un nuovo assetto regolamentare e di vigilanza nell'UE: l'evoluzione dopo FSAP e Comitology*, in «Bancaria», 2005, n. 12, p. 54.

<sup>58</sup> Cfr. B. ALEMANNI, *L'integrazione (...)*, cit., pp. 1-2.

<sup>59</sup> Cfr. G. NARDOZZI, *Prospettive di regolamentazione e di sviluppo dei mercati mobiliari*, in AA. VV., *L'integrazione europea e la regolamentazione dei mercati finanziari*, Egea, 1992, p. 265.

<sup>60</sup> E. HERTING, *Regulatory competition for EU Financial services*, in «Journal of international economic law», 2000, p. 349.

applicare le regole in modo individuale e fortemente differenziato<sup>61</sup>. In secondo luogo, il principio del “controllo del paese d’origine”, prescelto dall’UE per far convivere diverse normative atte a regolare medesime fattispecie, ha finito per provocare effetti distorsivi sulla benefica concorrenza tra le medesime regole, nonché tra le Autorità incaricate di farle rispettare. E’ noto che in virtù del principio dell’*home country control* la responsabilità della vigilanza sugli intermediari che operano al di fuori dei confini nazionali resta in capo allo Stato d’origine. Ebbene, ciò potrebbe indurre coloro che intendono essere autorizzati all’esercizio dell’intermediazione finanziaria a scegliere quello Stato membro le cui regole di vigilanza sia meno restrittive, per poi svolgere concretamente la propria attività nell’ambito degli altri Stati, consapevoli di dovere rispondere del loro operato solo di fronte alla “sovranità nazionale” dello Stato d’origine<sup>62</sup>. In definitiva, una pluralità di regolatori per medesime fattispecie può indurre a fenomeni di arbitraggio regolamentare<sup>63</sup>.

A ciò bisogna, infine, aggiungere che differenti inefficienze — lentezza, mancanza di trasparenza ed implementazione non omogenea negli Stati membri — connotano “a monte” la metodologia normativa mediante cui l’UE adotta gli atti armonizzati. Efficace, in tal senso, si è mostrata la descrizione dei principali difetti del «*current regulatory sistem*» europeo compiuta

---

<sup>61</sup> Cfr. G. FERRARINI, *Securities regulation and the rise of pan european securities markets: an overview*, in G. FERRARINI, G. HOPT E F. WYMEERSCH (a cura di), *Capital markets in the age of the euro*, Hague, 2002, p. 241 e ss.

<sup>62</sup> Cfr. E. HELLEINER, *Sovereignty, territoriality and the globalization of finance*, in D. A. SMITH, D. J. SOLINGER, S. C. TOPIK, (a cura di), *State and sovereignty in the global economy*, London, 1999, pp. 142 e ss. Si ritiene che il principio dell’home country control rifletta un’impostazione nazionale delle politiche di supervisione. Perciò esso risulta adatto ad una fase di avvio di un mercato allorquando questo abbia limitate attività cross-border ma che perde la sua efficacia in contesti di maggiore integrazione. In questi casi, infatti, le differenze tra i diversi ordinamenti diventano potenzialmente funzionali a proteggere finalità interne. Cfr. F. BRUNI – C. DE BOISSIEU, *Lending of last resort and systemic stability in the eurozone*, SUERF, 2000, n. , p. 53.

<sup>63</sup> Cfr. E. B. KAPSTEIN, *Governare l’economia locale*, Trieste, 1999, p. 221.

da A. Lamfalussy<sup>64</sup>: «(...) *It is too slow and too rigid, produces too much ambiguity and fails to make a distinction between core principles and detail. Insufficient consultation and transparency, plus uneven transposition and erratic implementation by Member States of agreed Community rules, are real handicaps*». E' evidente che un contesto di mercati finanziari globalizzati richiede modalità regolative più flessibili rispetto a quelle tradizionali, le quali piuttosto che incentrarsi su normative di dettaglio incapaci di rispondere ai complessi e rapidi mutamenti del mercato, diano maggiore spazio a norme di carattere generale<sup>65</sup>.

Individuati i fattori che impediscono il perfezionamento dell'integrazione finanziaria europea e preso atto della comprovata incapacità delle sole disposizioni del Trattato di correggerle, le autorità comunitarie hanno ritenuto opportuno concentrare gli sforzi sull'individuazione degli strumenti atti a porvi rimedio.

La strada maestra è senza dubbio quella di agire sulla progettazione normativa, ovvero di rettificare gli strumenti con i quali fin'ora si è costruita la disciplina del mercato unico dei servizi finanziari<sup>66</sup>.

Nella suddetta disciplina rientra ovviamente anche l'area più strettamente attinente al profilo della regolamentazione e della vigilanza del mercato mobiliare, oggetto del presente studio. Allora, focalizzando l'attenzione su questo profilo, si può constatare come tre siano le alternative concretamente individuate dalla letteratura per garantire una concreta integrazione della relativa disciplina<sup>67</sup>:

a) mantenimento dell'attuale sistema decentrato di regolamentazione e vigilanza ma con il contestuale

<sup>64</sup> Cfr. A. LAMFALUSSY, *Reflections on the regulation of european securities markets*, in «SUERF», 2001, n. 14, p. 10.

<sup>65</sup> Cfr. M. R. FERRARESE,  *Mercati e globalizzazione. Gli incerti cammini del diritto*, in «Pol. dir.», 1998, n. 3, p. 418.

<sup>66</sup> Cfr. E. B. KAPSTEIN, *Governare l'economia globale*, Trieste, 1999, p. 221.

<sup>67</sup> Cfr. E. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Cedam, 2004, Vol. VIII, p. 23 e ss.

rafforzamento della rete di cooperazione comunitaria che lo affianca;

- b) istituzione *ex novo* di un'autorità europea per la vigilanza sul mercato mobiliare (ESR “*European Securities Regulator*”), alla stregua del modello della Banca Centrale Europea<sup>68</sup>. Peraltro, si tratta della soluzione proposta, se pure in seconda alternativa, dal Rapporto Lamfalussy, laddove il procedimento legislativo da esso proposto non dovesse funzionare;
- c) accentramento della regolamentazione e il decentramento della vigilanza.

L'alternativa di cui al punto *sub a)* è quella concretamente intrapresa dalle autorità comunitarie, procedendo alla formulazione, nel 1999 e per il periodo 1999-2005, del FSAP (*Financial Services Action Plan*)<sup>69</sup>, e affiancato due anni dopo dal c.d. Rapporto Lamfalussy<sup>70</sup>.

<sup>68</sup> Si veda, fra gli altri, A. BATES, *Models for european regulation: Euro-Sec, Euro-FSA or Lamfalussy?*, in «Butterworths Journal of international Banking and Financial Law», 2002, p. 151 e ss.

<sup>69</sup> Si tratta di un atto atipico della Commissione nel quale si invitano il Parlamento e il Consiglio, nelle rispettive competenze legislative, ad impegnarsi affinché emerga un chiaro accordo politico sulla necessità di procedere in tempi brevi all'adozione delle misure ivi indicate e necessarie per portare a compimento la costruzione del mercato unico dei servizi finanziari. Le misure contenute nel Piano sono classificate in base al loro grado di priorità: a) le azioni con grado di priorità 1 sono quelle sulle quali esiste un ampio consenso sul carattere estremamente urgente, di fondamentale importanza per beneficiare pienamente dell'introduzione dell'euro e per assicurare la competitività del settore dei servizi finanziari. Fra queste sono state incluse l'adozione della direttiva relativa agli obblighi di trasparenza in materia di valori mobiliari; la MIFID; la direttiva relativa agli abusi di informazioni privilegiate e alla manipolazione di mercato; b) le azioni con grado di priorità 2 sono considerate importanti dalla Commissione poiché adeguano la legislazione esistente alle nuove sfide; c) le azioni con grado di priorità 3 sono relative a temi importanti, per i quali occorre arrivare alla messa a punto di una politica coerente. Cfr. [www.europa.eu.int/comm/internal-market/en/finances/actionplan/index](http://www.europa.eu.int/comm/internal-market/en/finances/actionplan/index). Nel maggio del 2005 la Commissione ha prodotto un *Green Paper on financial services policy* (2005-2010) che fa seguito al FSAP (del quale ricorda i progressi compiuti e del quale conferma il completamento laddove ci siano misure non realizzate) illustrando gli obiettivi di natura politica nel campo dei servizi finanziari per il prossimo quinquennio: 1. consolidare la legislazione esistente; 2. assicurare l'effettiva trasposizione delle regole dell'UE nelle regolamentazioni nazionali e che vi sia una più rigorosa applicazione da parte delle autorità di vigilanza; 3. valutare *ex post* in via continuativa la trasposizione pratica delle nuove normative e il loro impatto nel settore europeo. Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Green paper on financial services policy (2005-2010)*, 2005, June, Bruxelles.

<sup>70</sup> Cfr. E. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato (...)*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato (...)*, *op. cit.*, Cedam, 2004, Vol. VIII, p. 18.

## **2.2 Il modello di regulation su 4 livelli proposto dal Rapporto Lamfalussy interviene sulla metodologia normativa in tema di «european securities markets» ma non anche sulla struttura istituzionale che di quella normativa è la sede**

Al fine di garantire la rapida attuazione delle priorità individuate nel Piano d'Azione, il 17 luglio 2000 l'Ecofin (Consiglio dei ministri dell'economia e delle finanze dell'UE) istituisce il c.d. Comitato dei saggi (*Committee of Wise Men*) presieduto da Alexandre Lamfalussy, e gli attribuisce il compito di valutare le principali problematiche regolatorie che ostacolano il processo di integrazione del mercato europeo dei valori mobiliari. Nel novembre dello stesso anno il Comitato produce un Primo rapporto iniziale (*Initial Report*) e, dopo la formulazione dei rilievi a cura delle parti interessate, il 15 febbraio del 2001 formula il Rapporto Finale (*Final Report* o *Lamfalussy Report*). Il rapporto finale viene approvato dal Consiglio europeo di Stoccolma nel marzo del 2001<sup>71</sup>.

Le constatazioni da cui prende le mosse il Rapporto sono già state anticipate scorrendo dei fattori che, fin'ora, hanno impedito il realizzarsi di una completa integrazione del mercato finanziario europeo: *regulatory competition* imperfettamente concretizzatasi a causa dei fenomeni di arbitraggio regolamentare; e la lentezza del processo legislativo comunitario.

Nella formulazione del rapporto, particolare valore assume quest'ultimo fattore, poiché è proprio sull'*iter* decisionale nel campo dei servizi finanziari in atto nell'UE (disciplinato dall'art. 251 del Trattato ed incentrato sulla c.d. "*procedura di codecisione*" da parte

---

<sup>71</sup> Tutti i documenti citati sono consultabili sul sito internet [www.europa.eu.int/comm/internal-market/en/finances](http://www.europa.eu.int/comm/internal-market/en/finances).

del Parlamento e del Consiglio)<sup>72</sup> che il Rapporto va ad agire, suggerendone la sostituzione con un sistema più veloce e snello articolato su quattro livelli<sup>73</sup>. In verità, la procedura di codecisione non svanisce completamente; anzi, essa viene riconfermata e trasfusa nell'ambito del primo livello, ma solo con riguardo alla fissazione della disciplina quadro, laddove la predisposizione delle norme tecniche di secondo grado avviene al secondo livello, ad opera della Commissione che si avvale dell'ausilio di due nuovi comitati. Al terzo livello, il Rapporto introduce una forma di cooperazione tra i regolatori nazionali, allo scopo principale riassicurare una coerente trasposizione della legislazione di primo e secondo livello negli Stati membri. Infine, all'ultimo livello un ruolo pregnante è affidato alla Commissione europea, per quanto concerne la vigilanza sull'esatta ed uniforme applicazione delle norme comunitarie negli ordinamenti nazionali.

<sup>72</sup> Nel dettaglio, allorché la Commissione europea propone l'adozione di un atto primario (direttiva o regolamento) deve sottoporre la proposta all'attenzione, nell'ordine, prima del Parlamento e poi del Consiglio:

1. il Parlamento esprime un suo parere a maggioranza semplice;
2. la proposta passa dunque al Consiglio, il quale assume una posizione comune a maggioranza qualificata e ritrasmette la proposta al Parlamento;
3. il Parlamento deve pronunciarsi entro un termine di tre mesi. Se il Parlamento dà espressa approvazione dell'atto (o non si pronuncia alla scadenza del termine dei tre mesi), questo è immediatamente approvato, data la posizione comune raggiunta tra Parlamento e Consiglio. Se il Parlamento respinge l'atto con la maggioranza assoluta dei suoi membri, la procedura si conclude con la non adozione del medesimo. Se, infine, il Parlamento adotta a maggioranza dei suoi membri emendamenti alla posizione comune, l'atto torna all'attenzione del Consiglio;
4. il Consiglio delibera a maggioranza qualificata sugli emendamenti del Parlamento entro tre mesi dal ricevimento e, se li approva, l'atto viene adottato;
5. se il Consiglio non approva gli emendamenti, si ricorre alla convocazione del Comitato di conciliazione, composto in eguale misura da rappresentanti del Consiglio e del Parlamento e presieduto dalla Commissione, il quale deve elaborare un progetto comune entro il termine di sei mesi;
6. se il Comitato non approva un progetto comune entro tale termine, la procedura si conclude con la non adozione dell'atto; se invece il Comitato redige un progetto comune, questo viene sottoposto al Consiglio e al Parlamento per l'approvazione;
7. entro sei settimane dal ricevimento, il Consiglio (a maggioranza qualificata) e il Parlamento (a maggioranza assoluta) devono pronunciarsi;
8. se il Consiglio e il Parlamento approvano il progetto, l'atto è adottato; in mancanza dell'approvazione di una delle due istituzioni entro il termine stabilito, la procedura si chiude con la definitiva non approvazione dell'atto.

<sup>73</sup> In verità, si rileva qualche perplessità circa la effettiva attitudine di un processo legislativo articolato in quattro fasi, e comunque contraddistinto da decisioni di natura politica di per se stesse in lento divenire, a ridurre il grado di laboriosità e lentezza del processo di normazione in ambito di *securities regulation*. Cfr. G. FERRARINI-F. RECINE,



Il dettaglio dei quattro livelli suesposti è il seguente.

Nell'ambito del *primo livello* del Rapporto, entrano in gioco essenzialmente il Parlamento ed il Consiglio i quali, attraverso la procedura di co-decisione, devono giungere ad un accordo sulle proposte presentate dalla Commissione, definendone i principi quadro. L'individuazione della normativa secondaria di attuazione viene demandata alla seconda fase ma il Parlamento ed il Consiglio, in ambito di primo livello, ne devono comunque stabilire natura, limiti di estensione nonché strumenti tecnici per attuarla<sup>74</sup>.

Ebbene, proprio la delimitazione tra principi di primo livello e normativa di attuazione costituisce, allo stesso tempo, un aspetto particolarmente significativo e critico del Rapporto.

In relazione al profilo di significatività, si può dire che grazie alla “delega” al secondo livello degli elementi di dettaglio della normativa, questi ultimi possono essere oggetto di aggiornamenti e modifiche (piuttosto frequenti) senza perciò dovere intervenire sulla normativa quadro. Evidentemente, l'atto di delega assume in questo contesto un ruolo primario. Esso trova la sua base giuridica

---

*Testing the Lamfalussy regulatory Structure: The Mifid and internalisation*, in Atti del Convegno “” Milano 2004.

<sup>74</sup>Quest'ultimo aspetto è essenziale al fine di garantire il permanere della democraticità dell'intero procedimento legislativo e della salvaguardia dei poteri di codecisione attribuiti al Parlamento e al Consiglio. Si vuole così evitare il pericolo – sollevato dal Parlamento all'indomani della presentazione del Rapporto iniziale – che la delega di poteri si risolva in una riduzione dei poteri del Parlamento in particolar modo. In effetti, rispetto al Consiglio che ha in mano la decisione circa la delega dei poteri e che dunque ricopre un ruolo attivo nel processo decisionale, il Parlamento vede ledere la propria funzione di co-legislatore poiché, una volta adottata la norma primaria, il Consiglio attraverso l'esercizio di una delega a favore della Commissione dai contorni non ben definiti, potrebbe alterare lo spirito dell'originaria volontà normativa di rango superiore. Al fine di ovviare a tali rischi, attraverso la Risoluzione del Parlamento Europeo 2001/2247 si è stabilito anzitutto un congruo termine nel quale il Parlamento deve potere esaminare le proposte della Commissione, nonché l'introduzione in tutte le direttive Lamfalussy della c.d. *sunset clause*. In virtù di tale clausola, è stabilito che al termine di un periodo di quattro anni dall'entrata in vigore della direttiva, e ferma restando la validità delle misure di attuazione già adottate, viene sospesa la c.d. *procedura di comitologia*, la quale rappresenta la modalità operativa che il Consiglio (nella decisione 1999/468/CE) ha formulato affinché la Commissione ne faccia uso per esercitare le competenze esecutive che esso può delegarle ai sensi dell'art. 202 Trattato. A questo punto subentra nuovamente la procedura di co-decisione di cui all'art. 251 del Trattato, cosicché il Parlamento ed il Consiglio riacquistano la possibilità di riesaminare le disposizioni e perduta a seguito dell'applicazione della decisione “comitologia”. Cfr. A. PRETO, *La nuova comitologia: prime note alla decisione 1999/468/CE del Consiglio del 28 giugno 1999 recante modalità per*

nell'art. 202 del Trattato, in virtù del quale il Consiglio «conferisce alla Commissione »

Evidentemente, sottraendo al primo livello di normazione la fissazione della disciplina di dettaglio, si garantisce che l'iter legislativo in esso svolto non sia eccessivamente “dilatato” nei tempi di svolgimento.

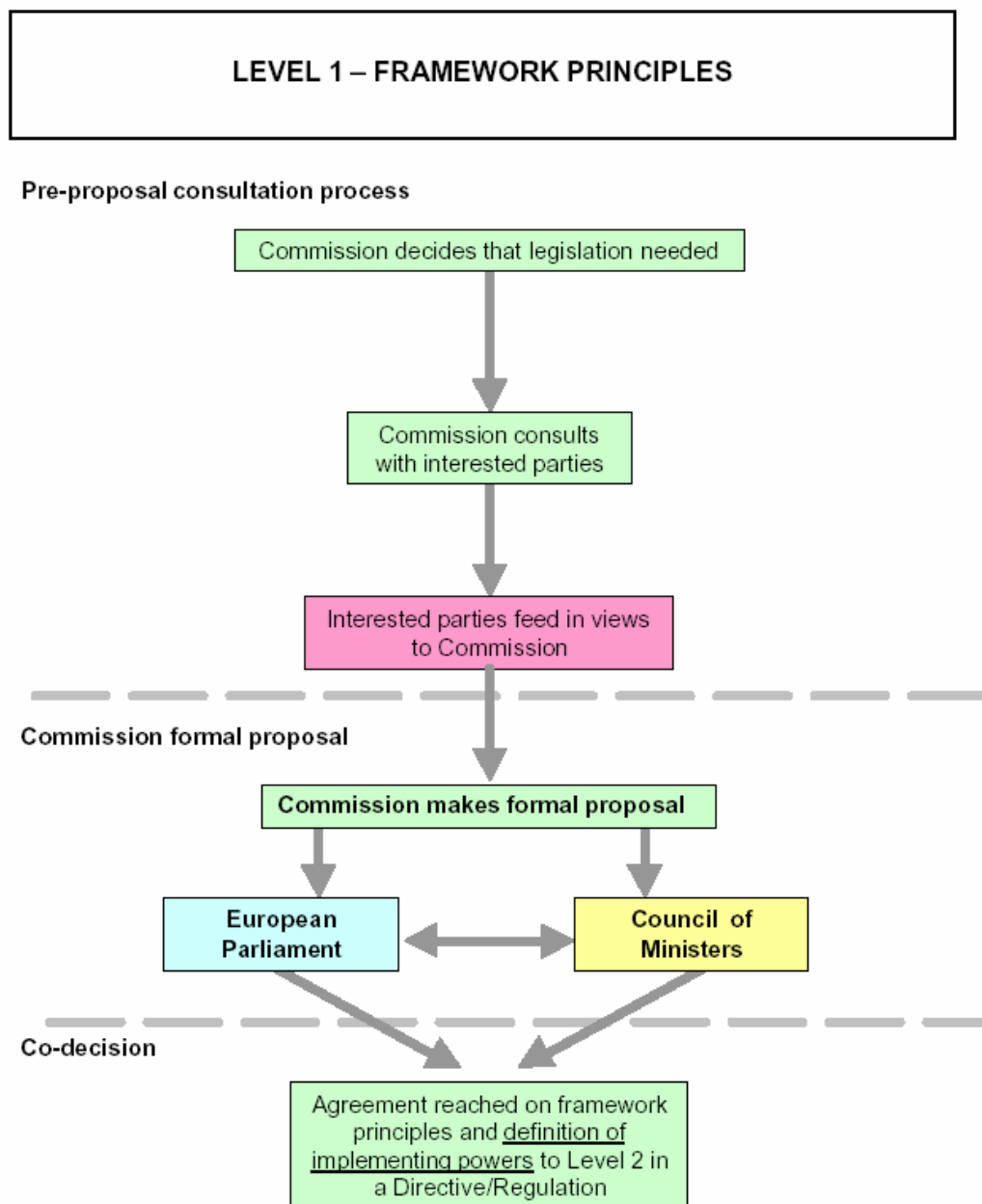
Tuttavia (e qui si entra nel profilo critico della delimitazione in esame) il Rapporto non fissa chiaramente l'estensione dell'ambito di azione fino a cui deve spingersi il primo livello e oltre il quale, invece, subentra la competenza del secondo. Tali ambiti di azione sono lasciati ad una determinazione che dovrà avvenire «caso per caso, in modo chiaro e trasparente»<sup>75</sup>. Ciò implica che la distinzione di ciò che può essere considerato “principio” e ciò rientra negli “aspetti tecnici” può variare considerevolmente da caso a caso, a seconda del processo decisionale politico messo in atto, e basato sulle “negoziazioni” tra Commissione, Consiglio e Parlamento europeo. Una tale variabilità può, oltre che mettere in discussione l'essenza del rapporto, anche far riemergere quell'aspetto che proprio con la distinzione tra primo e secondo livello di normazione si voleva evitare: la scarsa flessibilità normativa che scaturisce da un eccesso di dettagli al livello 1<sup>76</sup>.

---

*l'esercizio delle competenze di esecuzione conferite alla Commissione*, in «Riv. it. dir. pubbl. com.», 1999, n. 5, p. 1502 e ss.

<sup>75</sup>A titolo di esempio, il Rapporto stabilisce che per ciò che concerne la direttiva sul prospetto da pubblicare nel caso di un'offerta pubblica, i principi guida che dovrebbero essere individuati necessariamente nel primo livello sono le norme relative al c.d. *passaporto unico per i prospetti* (registrazione obbligatoria, definizione di offerta pubblica, ruolo delle autorità indipendenti), laddove il secondo livello dovrebbe, invece, occuparsi di definire ciò che costituisce il contenuto del prospetto.

**Level 1: Framework principles**



*Fonte: Final Report of the Committee of wise men on the regulation of European securities markets (2001)*

<sup>76</sup> Cfr. G. FERRARINI - F. RECINE, *Testing the Lamfalussy (...)*, in *Atti (...)*, cit., p.

Adottato l'atto normativo di primo livello, il passaggio successivo è quello – di *secondo livello* – nel quale si assiste all'adozione, a cura della Commissione, dei principi guida enucleati nella normativa quadro. La Commissione agisce, a tal fine, attraverso la procedura di comitologia, stabilita (come già visto) dal Consiglio e consistente nel ricorso a comitati consultivi e di regolamentazione che ne supportino l'operato<sup>77</sup>.

Si tratta, in particolare, del CESR (*Committee of European Securities Regulators*) e dell'ESC (*European Securities Committee*), istituiti dalla stessa Commissione rispettivamente con le Decisioni 2001/527/EC e 2001/528/EC.

Il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR) è composto dai rappresentanti degli organismi nazionali di regolazione e supervisione dei mercati finanziari, che ne eleggono il presidente. Esso è istituito quale organismo indipendente di consulenza (al livello 2) e di regolamentazione (al livello 3) nei confronti della Commissione, se pur al di fuori della struttura di comitologia. Il Comitato europeo per i valori mobiliari (ESC) è composto dai rappresentanti di alto livello (solitamente funzionari di estrazione governativa) degli Stati membri ed è presieduto da un rappresentante della Commissione ed è istituito dalla Commissione nell'ambito della procedura comitologica. Interviene nell'adozione delle misure tecniche, con funzione consultiva, prima che la Commissione incarichi il CESR di lavorare sul progetto attuativo e, dopo che la Commissione formula la proposta alla luce dei suggerimenti del CESR, deliberando sulla proposta formalizzata dalla Commissione<sup>78</sup>. Al fine di garantire la

---

<sup>77</sup> Cfr. A. PRETO, *La nuova comitologia (...), cit., ivi*.

<sup>78</sup> Da un raffronto tra la composizione del Cesr e quella dell'Esc possibile evincerne la natura: il secondo presenta caratteri maggiormente politici, laddove il primo si contraddistingue per un profilo più tecnico. Inoltre, le deliberazioni dell'ESC sono

massima trasparenza ed il controllo democratico del Parlamento nello svolgimento della procedura, la Commissione ha l'obbligo di tenerlo informato costantemente di tutti i documenti, i pareri e le proposte che vengono in rilievo nelle varie fasi. Ciò al fine di consentire al Parlamento, qualora ravvisi che uno dei progetti trasmessigli ecceda le competenze previste nel Trattato, di intervenire con una risoluzione con la quale impone alla Commissione di riesaminare il progetto<sup>79</sup>.

Il lavoro svolto al secondo livello può essere così riassunto<sup>80</sup>:

1. la Commissione, previa consultazione con l'ESC, richiede al CESR di emettere un parere sul progetto di normazione tecnica di secondo grado necessaria ad implementare l'atto normativo di primo livello;
2. il CESR si mette al lavoro consultandosi ampiamente e apertamente con i mercati e gli utenti finali delle nuove regole e, entro scadenza prefissate con la Commissione, predispone un parere tecnico che trasmette alla Commissione<sup>81</sup>;
3. la Commissione valuta tale parere liberamente e formula una vera e propria proposta di atto da adottare e la trasmette all'ESC;
4. l'ESC vaglia la proposta e può approvarla a maggioranza qualificata, nel qual caso la Commissione adotta la proposta; oppure, in caso di reiezione, la proposta viene sottoposta al Consiglio che deve decidere se approvarla o respingerla entro tre mesi. Allo scadere di tale termine, se il Consiglio non approva né respinge la proposta, questa può essere adottata dalla

---

vincolanti per la Commissione, mentre i pareri del CESR sono valutati liberamente. Cfr. E. VOOS, *The rise of comitology*, in «Europ. Law journal», 1997, p 210.

<sup>79</sup> Cfr. M. MEGLIANI, *Il quadro evolutivo dei mercati finanziari europei nella prospettiva internazionale*, in «Dir. Un. Europ.», 2001, n. 4, p. 687.

<sup>80</sup> Cfr. B. ALEMANNI, *L'integrazione (...)*, cit., p. 43.

<sup>81</sup> Un aspetto problematico relativo al lavoro svolto dal CESR in questa fase è da ricollegare al fatto che per accelerarne i tempi, spesso viene introdotto prima iniziato prima ancora che terminino i lavori del primo livello. Ciò significa che il lavoro del CESR interviene in parallelo, e non come correttamente dovrebbe essere, in sequenza rispetto a

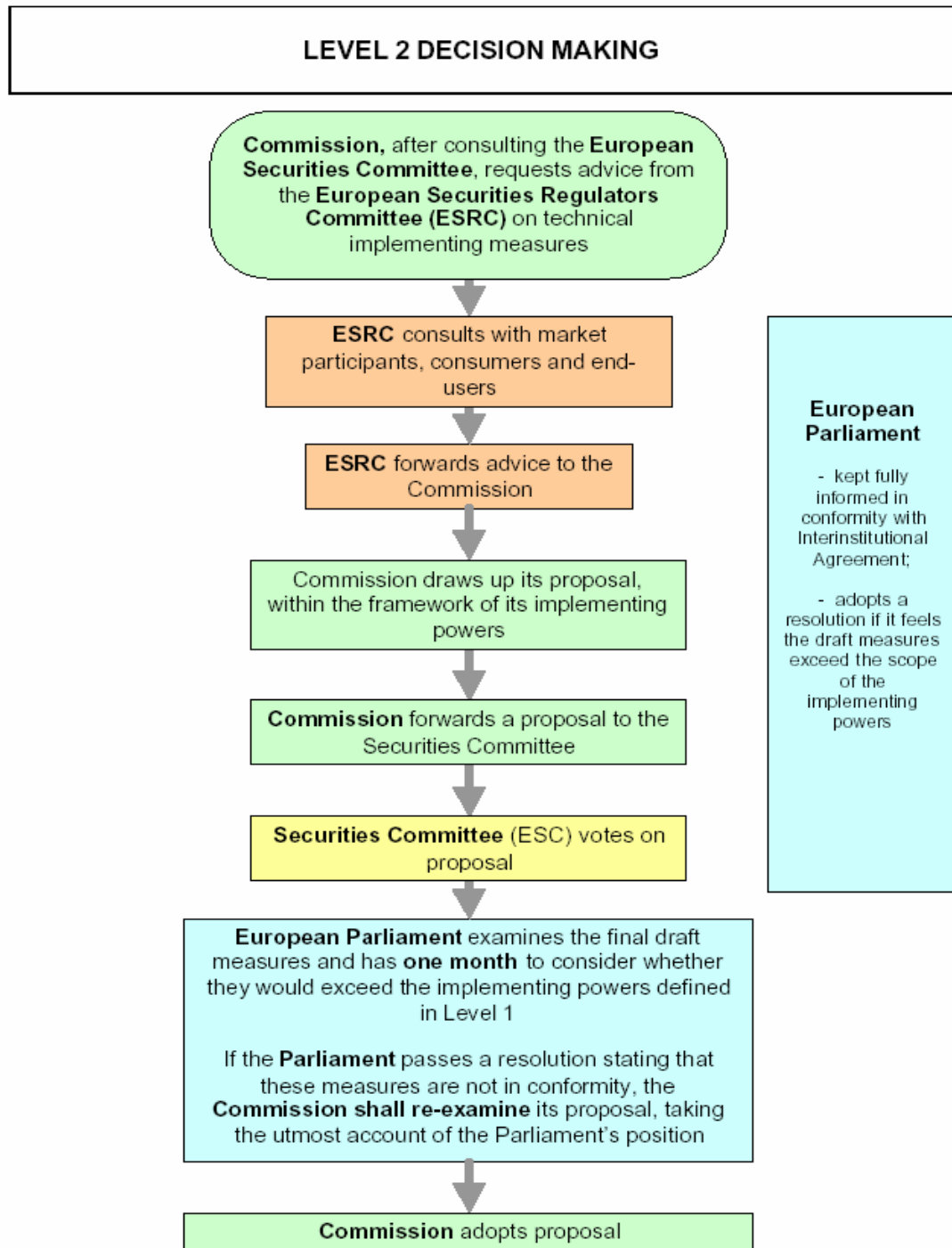
Commissione; in caso invece di reiezione da parte del Consiglio, la Commissione può presentare una proposta emendata oppure presentare una nuova proposta al Consiglio e al Parlamento che questa volta si esprimono secondo la procedura di co-decisione<sup>82</sup>.

---

quello del primo livello, causando spesso condizionamenti inopportuni sul livello decisionale politico. G. GRASSO – E. GUALANDRI, *Verso un nuovo (...), cit.*, p. 64.

<sup>82</sup> Nella prassi, piuttosto che rimettere la decisione nelle mani del Consiglio, la Commissione preferisce mediare circa le esigenze manifestate dai rappresentanti degli Stati membri. Cfr. M. A. POLLACK, *Delegation, agency, and agenda setting in the European Community*, in «Int. org.», 1997, p. 115. Nonostante il Rapporto non indichi l'uso di uno specifico strumento legislativo al quale fare ricorso per l'attuazione tecnica che si svolge in questo secondo livello, sarebbe opportuno optare ove possibile per il regolamento piuttosto che per la direttiva. Ciò in quanto essendo il primo, rispetto alla seconda, obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri (art. 110 Trattato), può contribuire a ridurre i tempi di adozione e le divergenze nell'interpretazione da parte degli Stati membri al momento del recepimento.

**Level 2: Decision making**



---

Fonte: *Final Report of the Committee of wise men on the regulation of European securities markets (2001)*

Una volta adottata in sede comunitaria, la normativa di primo e secondo livello deve essere trasposta negli ordinamenti nazionali, possibilmente evitando il verificarsi di scostamenti troppo evidenti tra uno Stato e l'altro (*terzo livello*): «*the essence of Level 3 is to improve the consistency of transposition and implementation of Levels 1 and 2 legislation. It is the national regulators who have the prime responsibility for this work, acting in a cooperative network*»<sup>83</sup>.

A tal fine, subentra nuovamente il CESR che, essendo costituito proprio dai rappresentanti delle autorità di vigilanza dei vari Stati, sfrutta questo più stretto contatto con le medesime per suggerire loro interpretazioni, raccomandazioni, precisazioni e *standard* comuni, grazie ai quali si dovrebbe giungere ad un più uniforme recepimento della normativa primaria<sup>84</sup>. Il CESR si spinge, altresì, fino alla comparazione periodica tra le varie modalità di applicazione della normativa nei vari paesi membri (*peer reviews*) in modo da promuovere la migliore prassi. E' evidente quanto il livello qualitativo del terzo livello possa risultare rilevante per decretare il conseguimento degli obiettivi che il Rapporto *Lamfalussy* si pone. In definitiva, il Rapporto non mira altro che al tempestivo, corretto e coerente recepimento della normativa comunitaria nei vari ordinamenti nazionali nella sua massima espressione<sup>85</sup>.

---

<sup>83</sup> Cfr. COMMITTEE OF WISE MEN, *Final Report (...)*, cit., p. 37.

<sup>84</sup> I tratta in ogni caso di linee guida prive dello status di norme comunitarie e che, perciò, vengono adottate dalle autorità di vigilanza solo su base volontaristica. Cfr. F. VELLA, *Gli assetti (...)*, cit., p. 354.

<sup>85</sup> Cfr. THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *The role of CESR at Level 3 under Lamfalussy Process*, in «Action Plan for 2005», October, Paris.



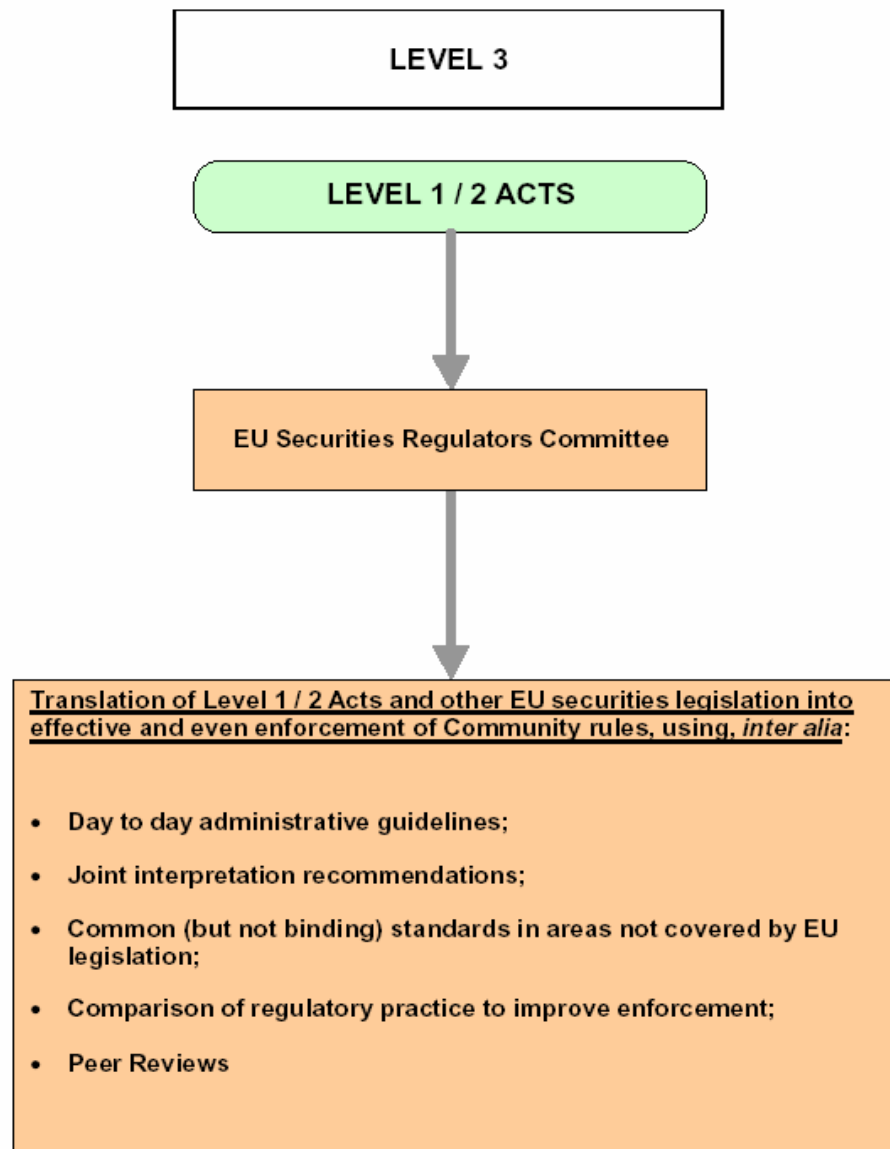
Ultimo *step* previsto dal Rapporto attiene alla fase dell'applicazione concreta negli Stati membri della normativa comunitaria di primo e secondo livello, dagli stessi recepita (quarto livello). Spetta alla Commissione, in qualità di “guardiana dei Trattati”<sup>86</sup>, il compito di vigilare sulla corretta applicazione del diritto comunitario. Il Rapporto stabilisce che, in proposito, la Commissione può «esperire azioni legali nei confronti degli Stati sospettati di aver violato la normativa comunitaria» e segnalati dal CESR<sup>87</sup>.

---

<sup>86</sup> Cfr. M. MEGLIANI, *Il quadro evolutivo (...), cit.*, p. 690.

<sup>87</sup> Ogni giudizio circa eventuali aspetti di criticità rispetto al quarto livello potranno effettuarsi solo allorquando la maggior parte delle direttive previste nel FASP saranno

**Level 3: Strengthened cooperation**



Fonte: *Final Report of the Committee of wise men on the regulation of European securities markets (2001)*

state implementate nei singoli Stati membri, valutandone la coerenza. Cfr. G. GRASSO – E. GUALANDRI, *Verso un nuovo assetto (...), cit.*, p. 65.

Il Rapporto *Lamfalussy*, così strutturato, è basato sull'ipotesi di «invarianza» del Trattato, ovvero di un quadro regolamentare di fondo che non contempla la costituzione di un'autorità di regolamentazione e vigilanza sopranazionale: «*There is no serious alternative available. The status quo would entrench the continuation of European financial market fragmentation. This means lost benefits. Lost opportunities. And a weaker European economic performance - with European savings diverted to foreign market places. The Committee strongly believes that the approach recommended in this report is the only way forward. Other options are in the present circumstances impractical, including a single European regulatory authority for the reasons stated in the initial report*»<sup>88</sup>.

Le ragioni indicate nell'ambito del Rapporto Iniziale discorrono dell'inopportunità di considerare la creazione di un regolatore unico dato lo stadio, ancora immaturo, dell'integrazione normativa in tema «*European securities market*»<sup>89</sup>: «*First, the basic harmonized rules necessary for the appropriate functioning of an integrated market are not yet in place. Second, speedy action is needed to*

---

<sup>88</sup> Cfr. Committee of wise men, *Final Report (...)*, p. 8, in [www.ec.europa.eu/internal-market/financial-services.com](http://www.ec.europa.eu/internal-market/financial-services.com)

<sup>89</sup> In realtà, i sostenitori del modello incentrato su di un'unica *Authority* ritengono che, al fine di realizzare una tale accentramento di poteri di regolamentazione e vigilanza, non sia necessario passare preventivamente attraverso un livellamento della frammentarietà regolatoria fra gli Stati. Il confronto con altre realtà normative (prima fra tutte quella americana, laddove si è realizzato l'accentramento della regolamentazione presso la SEC) dimostra come anche in assenza di una tale «*pre - condizione*», sia stato possibile realizzare sistemi unificati e centralizzati di *regulation*. Cfr. H. DAVIES, *Reforming financial regulation: Progress and priorities*, in E. FERRAN - C. A. E. GOODHART, *Regulating financial services and markets in the twenty first century*, Hart Publishing, 2001, p. 24 e ss.

*correct the identified shortcomings of the present regulatory framework; and speed requires reforms carried out within the confines of the present Treaty. Third, some time will be needed to ascertain whether any such reforms deliver, or fail to deliver, results»<sup>90</sup>.*

Nel caso in cui dalla verifica della funzionalità del procedimento legislativo proposto nel Rapporto<sup>91</sup> dovesse scaturire una valutazione negativa, l'alternativa percorribile sarebbe proprio quella di procedere ad una modifica del Trattato (come lo stesso Rapporto suggerisce in ultima istanza), così che vi si contempli l'istituzione di una struttura amministrativa comunitaria avente funzioni regolatorie nel campo dei servizi finanziari, magari sul modello adottato nel campo della vigilanza bancaria attraverso la creazione del SEBC<sup>92</sup>.

### **2.3 La costituzione di un regolatore unico comunitario si scontra con ostacoli strutturali che caratterizzano il profilo istituzionale dell'UE**

<sup>90</sup> Cfr. Committee of wise man, *Initial Report of the Committee of wise man of the regulation of european securities markets*, p. 95, in [www.ec.europa.eu/internal\\_market/financial\\_services.com](http://www.ec.europa.eu/internal_market/financial_services.com)

<sup>91</sup> Del monitoraggio sul funzionamento del metodo Lamfalussy si occupa l'*Inter-Institutional Monitoring Group*, il cui «*Third Report monitoring the Lamfalussy Process*» è rinvenibile sul sito [www.ec.europa.eu/internal-market/financial-services.com](http://www.ec.europa.eu/internal-market/financial-services.com).

<sup>92</sup> Cfr. M. SARCINELLI, *L'organizzazione e la distribuzione dei compiti tra le autorità nazionali e quelle europee per la vigilanza bancaria e finanziaria*, in «Riv. banc.», 2002, n. 5, p. 21. Peraltro, proprio in riferimento al settore bancario ed, altresì, a quello assicurativo, della previdenza complementare e dei fondi di investimento, il Consiglio Ecofin ha deliberato nel 2002 l'estensione ai medesimi dello schema Lamfalussy. Ciò ha comportato essenzialmente la riorganizzazione dei rispettivi comitati: l'EBC (Comitato bancario europeo di livello 2) ha assorbito le funzioni consultive del Comitato consultivo bancario (CCB) che cesserà di esistere. Al livello 3 è inserito poi il CEBS (Comitato europeo delle autorità di vigilanza bancaria di consulenza); l'EIOPC (Comitato europeo delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali di livello 2) assorbe le funzioni consultive e regolamentari del Comitato delle assicurazioni. Al livello 3 è inserito il CEIOPS (Comitato delle Autorità europee di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali); le funzioni assegnate al Comitato di contatto OICVM sono ripartite tra ESC e CESR; rimane invece attivo l'FCC (Comitato per i conglomerati finanziari), istituito dalla direttiva 2002/87/CE. Cfr. G. GODANO, *Il progetto di riforma dell'architettura finanziaria in Europa*, in «Dir. Un. Europ.», 2004, n. 1, p. 217 e ss.

Il principale argomento “*pro - regolatore unico*” invocato dalla letteratura<sup>93</sup> si riconduce al fenomeno in atto a livello internazionale (e, dunque, anche europeo) relativamente alla struttura dei mercati finanziari e dell’intermediazione in essi svolta: l’integrazione.

Più specificamente, se l’interconnessione tra mercati finanziari e soggetti ivi operanti si presenta tendenzialmente e progressivamente sempre più stretta, allora la risposta del legislatore europeo deve andare nel senso di garantire una disciplina altrettanto integrata e, altresì, una nuova figura di regolatore che di una tale integrazione sia espressione<sup>94</sup>.

L’ESR (*European Securities Regulator*) dovrebbe presentarsi nella veste di autorità unica indipendente, dotata sia di poteri di regolamentazione che di vigilanza (*enforcement*). All’atto pratico, ciò significa che esso possiederebbe competenze in merito alla formulazione della normativa comunitaria in materia finanziaria, all’armonizzazione e al coordinamento delle normative nazionali (di recepimento della prima), all’attuazione delle medesime e, infine, al monitoraggio riguardo alla fedeltà della loro applicazione. Quest’ultimo passaggio sarebbe garantito dall’operato del CESR, che sarebbe ricompreso nel sistema europeo di regolamentazione finanziaria con al vertice l’ESR<sup>95</sup>.

---

<sup>93</sup> Si vedano, fra tutti, A. SAINZ DE VICUNA, *The legal integration of financial markets in the Euro Area*, in «EBLR», 2001, n. 5, p. 152; V. S.MOHAMED, *A single regulator for the E. C. Financial Market*, in «Journal of international banking law», 2001, n. 1, p. 208; R. M.LASTRA, *The division of responsibilities between the European Central Bank and the National Central Banks*, in «Columbia Journal of European Law», 2000, n. 6.

<sup>94</sup> G. THIEFFRY, *The case for a European Securities Commission*, in E. FERRAN - C. A. E. GOODHART, *Regulating financial (...)*, op. cit., p. 211 e ss. La tesi è avvalorata dall’osservazione della progressiva integrazione tra mercati borsistici europei, sia sul piano orizzontale (integrazione tra mercati nazionali) che su quello verticale (integrazione fra differenti segmenti di mercato). A titolo esemplificativo, si può ricordare la fusione effettuata tra le Borse di Parigi, Bruxelles e Amsterdam, le quali hanno dato vita a *Euronext*. Si tratta di una S.p.A. di diritto olandese strutturata su tre piattaforme di contrattazione diversificate: Parigi per le azioni, Amsterdam per i derivati e Bruxelles per le c.d. «*small caps*». Cfr. E. WYMEERSCH, *The Harmonisation of Securities Markets in Europe in the new trading environment*, University of Ghent, 2001, p. 5 e ss.

<sup>95</sup> Cfr. A. ADAMI, *La regolamentazione dei mercati finanziari nel Regno Unito dopo il financial services and markets act 2000*, Giappichelli, 2004, p. 189.

L'istituzione di un *ESR* richiederebbe, evidentemente, una modifica del Trattato. Si tratta, in definitiva, di inserire al suo interno una norma che preveda, *ex novo*, questa figura di struttura amministrativa di diritto comunitario, mediante la quale la Comunità Europea va ad intervenire in un settore non di sua esclusiva competenza, sostituendosi ai singoli Stati membri. Questi ultimi, dal canto loro, accettano di spogliarsi dei rispettivi poteri in materia di regolamentazione finanziaria solo allorché siano soddisfatti i due principi alla base dell'intervento della Comunità al di là dei limiti delle competenze che le sono conferite e degli obiettivi che le sono assegnati dal Trattato (art. 5, par. 1 Trat.): il principio di sussidiarietà e quello di proporzionalità. In virtù del primo, l'art. 5 par. 2 Trat. stabilisce che *«nei settori che non sono di sua esclusiva competenza la Comunità interviene soltanto se e nella misura in cui gli obiettivi dell'azione prevista non possono essere sufficientemente realizzati dagli Stati membri e possono, dunque, a motivo delle dimensioni o degli effetti dell'azione in questione, essere realizzati al meglio a livello comunitario»*. In base al secondo, ai sensi dell'art. 5 par. 3 Trat. *«l'azione della Comunità non va al di là di quanto necessario per il raggiungimento degli obiettivi del presente Trattato»*.

La creazione di una struttura amministrativa di livello comunitario quale dovrebbe essere, in ultima analisi, l'*ESR*, si scontra con due principali "criticità" tipiche dell'ambiente comunitario<sup>96</sup>.

Com'è noto, tra le istituzioni comunitarie non sussiste una separazione classica dei poteri così come esistente nei sistemi di governo degli Stati nazionali. L'organo esecutivo delle decisioni parlamentari (la Commissione) sembra possedere una libertà d'azione sproporzionata rispetto al peso assunto dal Parlamento, il

---

<sup>96</sup> Cfr. P. CRAIG – G. DE BURCA, *The evolution of EU Law*, Oxford University Press, 1999, p. 24 e ss.

quale finisce per perderne il controllo. Visto che il Parlamento è composto dai rappresentanti dei popoli degli Stati membri, ovvero da coloro che vengono scelti dagli elettori secondo il principio democratico, lo sbilanciamento di poteri a favore della Commissione provoca, in ultima analisi, l'indebolimento dello stesso principio democratico, fino a poter discorrere di un vero e proprio «*deficit democratico*». Dato questo stato di cose, l'introduzione di un *ESR* sembra possa acuire il *deficit* di cui si discorre. In primo luogo poiché andrebbe a sottrarre ulteriori spazi di controllo al Parlamento; inoltre, quale ente amministrativo indipendente, farebbe fatica a trovare una propria «*democratizzazione*» all'interno della struttura istituzionale europea, così come, peraltro, già accade all'interno degli Stati membri<sup>97</sup>.

Accanto al *deficit* democratico, l'ulteriore criticità che ostacola l'effettiva implementazione di un unico regolatore europeo è da rinvenire nelle dimensioni troppo vaste della Comunità ovvero nella vastità della competenza geografica che un tale regolatore si troverebbe a dover fronteggiare. Il rischio sarebbe quello di un sistema diseconomico (poiché impossibilitato a sfruttare eventuali economie di scala), inefficace (in quanto distante dai soggetti vigilati), assolutista (poiché contraddistinto da un'eccessiva concentrazione di poteri foriera di una sorta di iper-regolamentazione) e più opaco (nel senso che perderebbe trasparenza nel suo operare e dunque implicherebbe problemi di *accountability*)<sup>98</sup>.

---

<sup>97</sup> Cfr. A. ADAMI, *La regolamentazione (...), cit.*, p. 198.

<sup>98</sup> Cfr. G. D. MAJONE, *The credibility crisis of community regulation*, in «Journal of Common market studies», 2000, vol. 38, n. 1, p. 120. Le difficoltà legate all'istituzione di un *single regulator* non sembrano risolversi adottando le proposte di quella parte della letteratura che vuole l'istituzione di un *ESSR (European System of Securities Regulators)* guidato dal criterio della regolamentazione per "finalità". Il modello così studiato dovrebbe basarsi su quattro picchi («*Four Peak Model*»):

1) banca Centrale Europea con competenze in materia di politica monetaria e di macro-stabilità;

**2.4 Considerazioni conclusive: il sistema di regolamentazione e vigilanza più adatto all'attuale contesto europeo (e a quello del Trattato che lo disciplina) deve salvaguardare e valorizzare il decentramento della vigilanza**

- 2) un'autorità che controlla la *prudential supervision* di tutti gli intermediari (banche, assicurazioni e intermediari);
- 3) un'autorità che controlla la trasparenza e l'*investor protection*;
- 4) un'autorità di tutela della concorrenza;
- 5) un comitato di coordinamento delle citate autorità.

Cfr. G. DI GIORGIO – C. DI NOIA, *Regole e vigilanza per la tutela del risparmio*, in G. DI GIORGIO – C. DI NOIA, *Intermediari e mercati finanziari*, Il Mulino, 2004, p. 126 e ss.

Evidentemente, i punti 2), 3) e 4) ripresentano l'esigenza di istituire una figura di regolatore unico accentrato e, con esso, tutte le problematiche che ciò comporta. Perplessità destano, altresì, quelle tesi che indicano il SEBC come regolatore unico anche in materia di intermediazione finanziaria non bancaria o che suggeriscono di prenderne a modello la struttura per poi applicarla alla nuova struttura di regolamentazione finanziaria unica. Sembra che nessuna delle due ipotesi sia da valutare positivamente. In merito alla prima, bisogna ricordare che alla BCE (posta al vertice del SEBC e alla quale va concretamente riferito il concetto di regolatore unico) non spettano funzioni di regolamentazione e vigilanza in materia bancaria, bensì unicamente quelle attinenti la politica monetaria. Le funzioni di regulation e supervision bancaria sono rimaste in capo alle singole autorità nazionali a ciò competenti. Nonostante ciò, su delibera unanime del Consiglio (precedentemente proposta dalla Commissione) e previa consultazione della BCE, nonché previo parere conforme del Parlamento Europeo, l'art. 105 par. 6 *Trat.* acconsente (attraverso la cosiddetta "enabling clause" o clausola abilitante) a che alla BCE, oltre alle funzioni di politica monetaria (art. 105 par. 2), possano essere affidati (in prospettiva) anche compiti speciali in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, ad esclusione però di quelle relative alle imprese di assicurazione. Si desume che, quand'anche dalla decisione (unanime e, perciò, ben difficile da prefigurarsi) del Consiglio (avallata dal PE e dalla BCE) si dovesse optare per l'attribuzione della vigilanza e della regolamentazione finanziaria alla BCE, il limite relativo alle imprese di assicurazione impedirebbe di estendere tale competenza anche a queste ultime, con ciò escludendo (salvo che non si voglia procedere ad una modifica del trattato) che alla BCE possa oggi attribuirsi il ruolo di regolatore unico a livello europeo. Cfr. R. M. LASTRA, *The division of responsibilities between the European Central Bank and the national central banks*, in «Columbia Journal of European Law», 2000, n. 6, p. 230; E. GUALANDRI, *Unione monetaria europea: temi di vigilanza*, in «Banche banchieri», 1997, n. 2, p. 137. Anche l'ipotesi di prendere a modello il SEBC, per poi costruire una struttura analoga per il *financial system regulation*, presenta degli aspetti criticabili. Anzitutto, il SEBC sembra, ma non è, un sistema completamente accentrato. Anzi, esso è contraddistinto dal massimo decentramento per ciò che concerne l'attuazione delle decisioni in materia di politica monetaria formulate dal Comitato esecutivo della BCE. Le decisioni del Comitato vengono attuate attraverso l'emanazione di "istruzioni" rivolte alle singole Banche Centrali, le quali sono chiamate ad emanare atti amministrativi di contenuto specifico che non lascino margini di autonomia decisionale ai soggetti cui sono rivolti. Cfr. G. D. MAJONE, *The credibility (...)*, cit., *ivi*. In secondo luogo, il SEBC si presenta carente sotto per ciò che concerne l'accountability delle procedure con cui opera e della verifica del raggiungimento degli obiettivi. Si pensi che le votazioni (in particolare, quelle dissenzienti) dei singoli membri del Consiglio direttivo non vengono pubblicate e ciò impedisce la valutazione delle capacità tecniche dei membri del Consiglio. Cfr. J. DE HAAN – S. ELJFFINGER, *The democratic accountability of the european central bank : a comment on two fairy – tales*, in «Journal of common market studies», 2000, n. 3, vol. 38, p. 150.



Le decisioni concernenti il modo (single regulator piuttosto che armonizzazione massima della normativa comunitaria) attraverso cui impostare un sistema europeo di regolamentazione e vigilanza sui mercati finanziari non possono prescindere dal tenere in debita considerazione la netta distinzione sussistente tra i concetti di regolamentazione, da un lato, e quello di vigilanza, dall'altro: mentre «*la regolamentazione fa riferimento al complesso di norme ad hoc rivolte, nell'integrare le norme generali del diritto, a correggere o limitare le forze di mercato, la vigilanza attiene alle regole di fonte secondaria e, altresì, alla struttura dei soggetti deputati alla loro emanazione ed attuazione*»<sup>99</sup>.

Si ritiene che, per essere economicamente efficiente, la «*supervision*» necessiti della vicinanza con gli operatori. Questa condizione facilita, infatti, l'*enforcement* e, allo stesso tempo, fa sì che possa essere valorizzato il patrimonio informativo che i supervisori nazionali acquisiscono proprio a seguito del costante contatto («*in loco*») con i soggetti vigilati<sup>100</sup>.

Riguardo alla vigilanza è, allora, fondamentale mantenere una logica di decentramento, garantendo piuttosto che tutti i supervisori nazionali possano adeguatamente comunicare tra loro o, in altri termini, che sia adeguatamente coordinato il loro decentrato operare: «*Cross sector developments demonstrate the clear need to introduce co-ordination of arrangements between supervisory authorities in each Member State to ensure an efficient and adequate supervision of cross-border financial conglomerates*»<sup>101</sup>.

---

<sup>99</sup> Cfr. R. FILOSA, *Regolamentazione e vigilanza sulle istituzioni e i mercati finanziari: accentramento al livello europeo?*, in «Riv.banc.», 2002, n. 2, p. 24.

<sup>100</sup> *Ibidem*.

<sup>101</sup> Cfr. V. RÖBEN, *The regulation of financial services in the European Union*, in R. GROTE – T. MARAUHN, *The regulation of international financial markets*, Cambridge University Press, 2006, p. 133. Si è detto che la soluzione potrebbe essere quella di istituire la figura del coordinatore per la vigilanza (*lead supervisor o co-ordinator*), mantenendo la competenza (per finalità) della vigilanza dei singoli Stati membri e prevedendo il coordinamento e la cooperazione a livello europeo. Cfr. G. MINERVINI, *Coordinamento degli organismi di controllo in sede europea. Coordinamento degli organismi in sede*

Un'esigenza di integrazione e accentramento in un'unica *authority* è rinvenibile con riguardo alla *regulation*<sup>102</sup>.

Ferma restando la competenza del Consiglio e del Parlamento rispetto al primo livello di normazione comunitaria, una simile *authority* interverrebbe a dare attuazione a quella normazione, con l'obiettivo di garantire la maggiore unitarietà possibile all'atto del recepimento. Fondamentale, a tal fine, risulta la piena indipendenza dell'*authority* in questione, soprattutto rispetto ai gruppi interessati che ne tentano la «cattura». Ciò potrebbe evitarsi se ad essa venisse assegnata una forma di legittimità sganciata dall'ordinario circuito partitico – rappresentativo, ma fondata, ad esempio, sull'*expertise*<sup>103</sup>.

---

*nazionale*, in «Banca impresa», 2001, n. 3, p. 421. Peraltro, si tratta della soluzione proposta dalla direttiva comunitaria sui conglomerati finanziari (2002/87/CE del 16 dicembre 2002), la quale prevede appunto l'omogeneizzazione dei poteri delle autorità nazionali e la progressiva centralizzazione dei controlli, attraverso l'identificazione di un'autorità incaricata di coordinare le autorità di vigilanza implicate nella supervisione di uno stesso gruppo. *Ibidem*.

<sup>102</sup> Cfr. M. SARCINELLI, *L'organizzazione (...)*, cit., p. 17.

<sup>103</sup> Cfr. G. D. MAJONE, *The credibility (...)*, p. 62.

## **Capitolo Terzo**

### **LA CONTESTUALIZZAZIONE DELLA LEGGE 262/2005 NEL SISTEMA ITALIANO DI «REGULATION OF SECURITIES MARKETS»**

### **3.1 La ricognizione dei caratteri della «financial regulation» nazionale è necessaria per la comprensione dell'intervento riformatore attuato con la legge «a tutela del risparmio»**

La disciplina nazionale concernente il mercato dei servizi finanziari è stato oggetto di rinnovamento (globalmente riferito ad intermediari ed emittenti che l'intelaiatura di quel mercato vanno a formare) mediante l'adozione della legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante “*Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*”<sup>104</sup>.

L'analisi del grado di innovatività della nuova disciplina applicabile al *securities market* presuppone, da un lato, l'individuazione dei motivi che hanno guidato il legislatore verso la formulazione della legge in questione, e dall'altro la ricognizione del *background* normativo di partenza, soprattutto in termini di concentrazione dei poteri di *regulation* e *supervision*.

Per ciò che concerne le motivazioni alla base dell'intervento riformatore, è necessario considerare che la l. 262/05 emerge dopo un *iter* parlamentare avviato quasi tre anni prima, nel tentativo di un “ripianamento” della fiducia dei risparmiatori italiani verso gli investimenti in titoli di *private companies* (incrinatasi successivamente ai fenomeni di *bankrupt* di due società portanti dell'economia del paese, quali la Cirio e la Parmalat). Si tratta di una motivazione palesata nella stessa lettera della norma, laddove si discorre, innanzitutto, di «tutela del risparmio» e, come si avrà modo di constatare, fortemente ribadita nelle rettifiche apportate alle disposizioni concernenti proprio gli emittenti. Dalla valorizzazione della tutela del risparmio (quale punto di partenza che ha ispirato l'azione del legislatore) emerge un aspetto ad essa fisiologicamente correlato. I destinatari della tutela di cui si discorre sono i

risparmiatori, nel momento in cui vengono loro offerti strumenti finanziari negoziati sul mercato finanziario. Gli strumenti finanziari rappresentano «*l'informazione di una ricchezza*»<sup>105</sup>, la quale diventa appetibile per i risparmiatori (favorendo l'afflusso dei loro risparmi verso gli emittenti quotati e, dunque, lo sviluppo dello *stock market* nazionale) solo laddove sia elevata la sua qualità. L'informazione di qualità e l'attendibilità dei dati di cui si compone sono, in ultima analisi, funzionali all'efficienza ed efficacia del sistema di regolamentazione e controllo del mercato finanziario<sup>106</sup>.

La progressione concettuale ora compiuta conduce a comprendere come l'ulteriore obiettivo alla base della formulazione della l. 262/05 sia stato, anche e necessariamente, quello di rivedere il sistema di *regulation* e *supervision* preesistente, il quale con la sua "ibrida" configurazione ha mostrato «*maggiore debolezza, e nell'individuare le carenze informative, che nella definizione di precise responsabilità e conseguenti rimedi sanzionatori*»<sup>107</sup>. Intervento, questo sul sistema di regolamentazione e controllo, rafforzato nel suo esplicarsi dal dibattito in ambito internazionale sullo stesso tema, i cui profili relativamente all'Europa si è avuto modo di esprimere all'interno del lavoro e che rappresentano il metro di misurazione degli esiti raggiunti, in merito, dal legislatore nazionale.

---

<sup>104</sup> G.U. n. 301 del 28 dicembre 2005.

<sup>105</sup> Così, A. BOCCHINI, *Introduzione al diritto commerciale nella new economy*, Cedam, 2001, p. 110. In particolare, ci si riferisce alle «*informazioni la cui diffusione e pubblicazione gli emittenti devono effettuare o comunque effettuano nei confronti dei risparmiatori in generale, dunque ad incertam personam, a prescindere cioè dalla costituzione di un contatto tra società e singoli soggetti o sezioni del mercato (...) pertanto si può trattare dei documenti sociali a larga circolazione (bilanci, prospetti, documenti informativi, relazioni, circolari, annunci pubblicitari, studi) e delle dichiarazioni, verbali o scritte, riguardanti i prodotti finanziari e comunicate al mercato attraverso organi o dipendenti degli emittenti strumenti finanziari diffusi, quotati o facenti appello al pubblico risparmio*». Così, S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, in «Quaderni del Dipartimento di Organizzazione Aziendale e Amministrazione Pubblica - Unical», Esi, 2000, n. 3, p. 9.

<sup>106</sup> F. FIMMANO', *I gap di informazione e controllo nei crac Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma*, in «Società», 2004, n. 4, p. 401.

<sup>107</sup> Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Developments in national Supervisory Structures*, ECB, 2003.

La struttura regolamentare e di vigilanza del mercato italiano dei servizi finanziari sulla quale è andata ad incardinarsi la legge 262/05, come si ricordava, è (ed era) di tipo “ibrido”.

Più specificamente, rifacendosi ai due modelli predominanti attualmente nell’area UE, essa rientra nel tipo decentrato (di tipo “misto”) con regolatori multipli, e contraddistinta da un ruolo significativo della Banca centrale.

Ciò lo si desume dalla considerazione dei due elementi così sintetizzarsi:

- a) la ripartizione delle funzioni di regolamentazione e vigilanza tra una pluralità di Autorità — Banca d’Italia (BI), Consob (Commissione nazionale per la società e la borsa), Isvap (Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo), Covip (Commissione di vigilanza sui fondi pensione), l’Agcm (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato) —, ferme restando le funzioni attribuite al Ministero delle Attività Produttive per il settore assicurativo, al Ministro del lavoro per quello pensionistico complementare e al Ministero dell’Economia e delle Finanze per i settori bancario e finanziario, nonché l’alta vigilanza in materia di credito e di tutela del risparmio affidato al CICR (Comitato interministeriale per il credito e il risparmio);
- b) un criterio di ripartizione delle funzioni regolatorie tra le Autorità che assomma, contestualmente, i caratteri propri del modello istituzionale e di quello per finalità.

Affinché possa cogliersi a pieno l’effettività del carattere “misto” o “ibrido” che contraddistingue un siffatto sistema di vigilanza<sup>108</sup>, conviene soffermarsi sul concetto espresso nel punto *sub b)* (v. Tabella ).

---

<sup>108</sup> Cfr. F. DI PASQUALI, *La disciplina (...), op. cit., ivi*; S. AMOROSINO, *I modelli (...), op. cit.*; M. ONADO, *Mercati (...), op. cit.*; P. BONGINI, *La regolamentazione (...), op. cit.*, et al.

**Tabella - Autorità competenti per la regolamentazione finanziaria italiana**

FINALITA'				
I N T E R M E D I A R I		<i>Stabilità</i>	<i>Trasparenza/Correttezza comportamenti (pubblicità ingannevole)</i>	<i>Concorrenza</i>
	<i>Banche (attività creditizia)</i>	BI/CICR/MIN. TESORO	BI/CICR/MIN. TESORO/(AGCM)	BI (con parere AGCM) (nb: modifiche l. 262/2005)
	<i>Banche (attività mobiliare)</i>	BI/MIN. TESORO	CONSOB/(AGCM)	AGCM
	<i>Sim</i>	BI/MIN. TESORO	CONSOB/(AGCM)	AGCM
	<i>Assicurazioni Vita</i>	ISVAP/CIPE/MIN. ATT. PROD.	ISVAP/(AGCM)/CIPE	AGCM (con parere ISVAP)/CIPE
	<i>SGR/OICR</i>	BI/MIN. TESORO	CONSOB/(ANTITRUST)	AGCM
	<i>Fondi Pensione</i>	COVIP/MIN. LAVORO (di concerto con MIN. EC)	COVIP/MIN. EC./ (ANTITRUST)	AGCM

Fonte: C. DI NOIA, *Considerazioni sugli assetti (...), op. cit., p. 219.*

Il settore bancario, assicurativo e mobiliare vengono sottoposti, nel nostro Paese, a soluzioni regolatorie che si traducono nella sovrapposizione di un'impostazione di tipo "verticale", caratterizzante l'approccio istituzionale, ad un'altra di tipo "orizzontale", riferita all'approccio per obiettivi.

Nello specifico, ad un modello spiccatamente di tipo istituzionale si riconduce la vigilanza sul settore bancario, di competenza della

Banca d'Italia, per gli aspetti esplicitati dall'art. 5 «Finalità<sup>109</sup> e destinatari della vigilanza» del Testo Unico bancario e riassumibili nella «*sana e prudente gestione<sup>110</sup> dei soggetti vigilati, stabilità complessiva, efficienza e competitività del sistema finanziario, nonché osservanza delle disposizioni in materia creditizia*». In definitiva, un'unica Autorità, la Banca centrale, è preposta alla regolamentazione e supervisione di stabilità, trasparenza, efficienza, concorrenza (anche se parzialmente, alla luce delle modifiche introdotte con la l. 262/2005) di un settore colto nella totalità dei suoi aspetti<sup>111</sup>. Un approccio definibile «semi-istituzionale» contraddistingue, invece, la vigilanza sulle assicurazioni e sui fondi pensione. Pur esistendo, infatti, un unico organo di vigilanza, Isvap e Covip rispettivamente, chiamato a monitorarne l'operato, esso vede arrestarsi la propria competenza di fronte al profilo della concorrenza, laddove emerge il ruolo di un altro distinto organo, l'Agcm. In ogni caso, per la concorrenza tra le compagnie di assicurazione l'Agcm è tenuto a «sentire» il parere dell'Isvap<sup>112</sup>. Nell'ambito dell'intermediazione mobiliare, si registra la progressiva affermazione di un modello «per finalità», accompagnato

<sup>109</sup> L'individuazione esplicita delle specifiche finalità cui deve essere orientato l'intervento delle Autorità creditizie rappresenta una condivisibile forma di limitazione della discrezionalità che aveva caratterizzato l'operato delle Autorità sotto il vigore della legge bancaria del 1936. Nonostante le finalità enunciate dal Testo unico bancario potevano, all'epoca, ricavarsi in via implicita dalla l. 14 dicembre 1992, n. 481 (Attuazione della Seconda direttiva comunitaria in materia bancaria) e dalla lettura della stessa legge bancaria alla luce dei principi sanciti dagli artt. 41 e 47 della Costituzione, le Autorità si ritrovavano ad agire comunque secondo un principio di «neutralità» rispetto ai fini, che consentiva loro di perseguire indifferentemente obiettivi di vigilanza prudenziale, di politica monetaria o di programmazione economica. Probabilmente, questa stessa «neutralità rispetto ai fini» è stata, altresì, una delle ragioni della longevità della legge bancaria del 1936, poiché le ha consentito di adattarsi a concezioni del ruolo del controllo profondamente diverse nel corso del tempo. Cfr. C. CASTALDI, *Il testo unico bancario tra innovazione e continuità*, Utet, 1997 (2<sup>a</sup> Ed), p. 50.

<sup>110</sup> Il criterio della sana e prudente gestione, di derivazione comunitaria (e, per questo, già recepito dalla l. 14 dicembre 1992, n. 481 attuativa della II Direttiva Comunitaria in materia bancaria) si può definire una clausola generale che è, allo stesso tempo, finalità della vigilanza e regola di condotta per i soggetti vigilati, essendo ribadita in numerose altre disposizioni del Testo unico (art. 14 in tema di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, art. 19 in tema di partecipazione al capitale delle banche, etc). Cfr. A. LAMANDA, *Le finalità della vigilanza*, in FERRO LUZZI, CASTALDI, (a cura di), *La nuova legge bancaria*, Cedam, 1996, I, p. 171.

<sup>111</sup> Cfr. S. FABRIZIO, *La vigilanza (...)*, op. cit., p. 445 - 446.

<sup>112</sup> Cfr. P. BONGINI, *La regolamentazione (...)*, op. cit., p. 221.



necessariamente da un'esigenza di cooperazione e coordinamento tra le agenzie deputate a presidiare ciascun obiettivo. L'art. 5 «Finalità e destinatari della vigilanza» Tuf specifica al comma 1 che gli obiettivi complessivi della vigilanza di tipo mobiliare (o finanziario) sono *“la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei soggetti abilitati, avendo riguardo alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario”*. Dopodiché, nel rispetto della suddivisione della vigilanza per finalità, procede nei commi 2 e 3 a stabilire gli ambiti di competenza delle due Autorità chiamate ad intervenire, nel senso che *“la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale”* mentre *“la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti”*. Nonostante l'analitica identificazione dei rispettivi campi di intervento di Banca d'Italia e Consob, il legislatore italiano prevede, comunque, un criterio risolutivo per la potenziale sovrapposizione di competenze, disponendo nel comma 5 che *“Banca d'Italia e Consob operano in modo coordinato anche al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati e si danno reciproca comunicazione dei provvedimenti assunti e delle irregolarità rilevate nell'esercizio dell'attività di vigilanza”*. La realizzazione di un più efficace coordinamento tra le Autorità in campo mobiliare ha, peraltro, comportato deroghe alla disciplina del segreto d'ufficio, imponendo alla Banca d'Italia, alla Consob, alla Covip, all'Isvap e all'UIC di collaborare tra loro, *“anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare le rispettive funzioni”* e, per conseguenza, sancendo il divieto di opporsi reciprocamente il segreto d'ufficio (art. 4 Tuf comma 1)<sup>113</sup>.

---

<sup>113</sup> La norma in questione circoscrive opportunamente lo spazio d'azione della collaborazione ad un fine ben determinato: l'agevolazione dell'esercizio delle rispettive funzioni delle Autorità. Ciò nonostante, il legislatore ha trascurato di esplicitarne i dettagli tecnici, il contenuto e le modalità di attuazione. La plausibile spiegazione ad una tale scelta «omissiva» è da rintracciare nella rapida mutabilità del mercato finanziario, “un mosaico le cui tessere si compongono e ricompongono incessantemente” (Cfr. S. AMOROSINO, *Le amministrazioni*

La scelta compiuta dal legislatore italiano in ambito mobiliare è, tra le tre, quella certamente più valida ed in linea con le tendenze predominanti a livello globale<sup>114</sup>.

Anzitutto, poiché distribuisce le competenze tra le Autorità in base alla finalità da perseguire: «*se gli obiettivi rappresentano la componente permanente dell'intermediazione finanziaria, è su questi che bisogna fondare saldamente una struttura di regolamentazione*»<sup>115</sup>. Gli altri profili – la tipologia di attività esercitata, i tipi di strumenti finanziari offerti, il segmento di mercato su cui si opera – sui quali il legislatore nazionale continua a fondare la regolamentazione bancaria, assicurativa e pensionistica, costituiscono, al contrario, elementi fortemente variabili e causa della sempre maggiore indistinguibilità tra le stesse attività citate<sup>116</sup>.

In secondo luogo, poiché il criterio distributivo ricordato conduce alla razionalizzazione del numero delle Autorità coinvolte, e al conseguente innalzamento del grado di concentrazione dei poteri di regolamentazione e vigilanza, in linea con la tendenza riscontrata in ambiente (internazionale e) UE.

Un'ottimale struttura di regolamentazione finanziaria<sup>117</sup> deve tenere conto delle indicazioni appena ricordate, connotandosi per una progressiva tendenza all'integrazione, strutturale e funzionale, delle competenze regolamentari e di controllo attinenti il mercato dei servizi finanziari. D'altronde, la scelta del «grado» di integrazione (o di concentrazione) fino cui spingersi è funzionale (come già appurato

---

*di regolazione dei mercati finanziari e della concorrenza: gli elementi strutturali per un modello comune*, in «Banca borsa», 1995, I, pp. 58-59). Di fronte a tale realtà, il quadro giuridico che regola i rapporti di collaborazione tra le Autorità deve lasciare un margine di flessibilità a disposizione delle medesime, di modo che esse possano, a seconda delle necessità del momento, ristrutturare i loro rapporti. Cfr. E. MONACI, *Collaborazione tra le Autorità di vigilanza nel mercato finanziario*, in F. BELLI, M. E. SALERNO (a cura di), *La riforma del mercato finanziario e le nuove regole di "governo" societario*, Giuffrè, 2002, pp. 101-102.

<sup>114</sup> Cfr. D. B. CRANE, R. C. MERTON, K. A. FROOT, Z. BODIE, S. P. MASON, E. R. SIRRI, A. F. PEROLD, P. TUFANO, *The global financial system. A functional perspective*, Harvard University Press, 1995, p. 52.

<sup>115</sup> *Ibidem*.

<sup>116</sup> Cfr. M. ONADO, *Regolamentazione (...)*, in L. DE ROSA, (a cura di), *Sistemi bancari (...)*, *op. cit.*, p. 283.

nello studio) ai caratteri istituzionali ed economici di ciascun sistema Paese, che per tale via influenzano i tratti tipici della struttura finanziaria di riferimento<sup>118</sup>.

Dati i presupposti esplicitati, e ultimata l'analisi (che ci si accinge a compiere) delle disposizioni della legge a tutela del risparmio più strettamente afferenti la distribuzione dei poteri di regolamentazione e vigilanza tra le *Authorities*, l'obiettivo che ci si pone è comprendere se la norma rivede quella distribuzione di competenze; in caso affermativo, in che misura compie un tale rinnovamento e, infine, tentare di ricondurre l'origine dell'entità del rinnovamento ai caratteri economico istituzionali del «sistema Italia».

Per procedere, a questo punto, alla disamina della legge in questione, è utile scindere l'architettura regolamentare e di vigilanza italiana in due parti, utilizzando come spartiacque teorico proprio l'entrata in vigore della l. 262/05, ed evidenziando chiaramente l'estensione del perimetro delle funzioni delle Autorità (in particolare, della Consob) prima e dopo la legge citata.

Peraltro, la stessa l. 262/05 è, allo stato attuale, in corso di rettifica e miglioramento ad opera di uno schema di decreto legislativo approvato dal Consiglio dei Ministri e che le Camere dovranno vagliare entro il termine ultimo fissato per il 12 gennaio 2007<sup>119</sup>.

---

<sup>117</sup> Cfr. G. DI GIORGIO, C. DI NOIA, *Regole e vigilanza (...)*, in G. DI GIORGIO, C. DI NOIA, (a cura di), *Intermediari (...)*, op. cit., p. 121.

<sup>118</sup> Cfr. T. PERSSON, G. TABELLINI, *Political Economy: explaining economic police*, MIT University Press, 2000, p.; A. DRAZEN, *Political economy in macroeconomics*, Princeton University Press, 2000, p.

<sup>119</sup> Cfr. I. BUFACCHI, *Risparmio, sì al decreto che rafforza la tutela*, in «Il Sole», 1 settembre 2006, p. 2.

### **3.2 L'organizzazione normativa della vigilanza nel periodo ante l. 262/05**

#### *3.2.1 L'evoluzione delle regole e dei controlli dai primi anni del 1800 all'emanazione del Testo Unico della Finanza*

Per ritrovare i primi provvedimenti relativi al profilo istituzionale della vigilanza bisogna attendere la creazione della Banca d'Italia, quale nuovo istituto di emissione, con l. 10 agosto 1893, n. 449, e la promulgazione della prima normativa organica delle borse valori con la l. 20 marzo 1913, n. 272 (seguita dal Regolamento di attuazione r.d. 4 agosto, n. 1068)<sup>120</sup>. Nella prima parte di quest'ultima inizia a delinearsi il carattere pubblicistico della regolamentazione finanziaria italiana, mediante l'attribuzione dei pubblici poteri di «monitoraggio» delle borse alle cosiddette «autorità locali» (di Borsa): Camera di commercio, Deputazione di Borsa e Sindacato dei mediatori. Il quadro così fatto permane nel successivo r.d. 7 marzo 1925, n. 222 e resta immutato per tutto il periodo compreso tra i primi anni trenta e i primi anni settanta. Nel frattempo, si assiste alla nascita della prima disciplina bancaria di tipo organico, con la l. 6 maggio 1926, n. 812. Essa riconosce anzitutto la specificità del settore bancario e, dunque, la necessità di regolamentarlo in modo “speciale”. Inoltre, affida alla Banca d'Italia il monopolio dell'emissione di moneta e la funzione di vigilanza sull'attività bancaria<sup>121</sup>.

Il 12 marzo 1936 viene in essere la legge n. 375, più nota come «legge bancaria», che fino agli anni '70 rappresenta la disciplina di riferimento, oltre che per l'attività bancaria in senso stretto, anche

---

<sup>120</sup> Difatti, nonostante che una prima forma di legislazione sulle Borse si rintracci già nell'ambito dell'abrogato Codice di Commercio del 1882, nel suo oggetto non rientrano profili attinenti la vigilanza, bensì disposizioni unicamente rivolte all'organizzazione delle borse e degli intermediari ammessi alle negoziazioni ivi svolte. Cfr. G. VISENTINI, *Intermediari, attività e mercati finanziari: problemi di regolamentazione legislativa*, in «Politica del diritto», 1987, vol. 18, p. 483.

per quella dell'intermediazione e del mercato finanziario. Si tratta, in Italia così come negli altri paesi, di una regolamentazione costruita in risposta alla Grande crisi degli anni trenta e, perciò, comprensibilmente orientata alla funzione della politica monetaria come strumento macroeconomico e alla vigilanza sulla stabilità, a scapito di trasparenza e concorrenza. Nel caso della trasparenza, la scelta di collocarla "in secondo piano" rispetto alla stabilità si giustifica facendo leva sul principio del «*caveat emptor*» secondo il quale, essendo l'investitore in titoli «consapevole» rispetto all'inconsapevolezza del depositante bancario, la sua protezione dovesse provenire dal diritto civile ordinario piuttosto che da forme speciali di legislazione. In merito alla concorrenza, invece, i regolatori dell'epoca sono inclini a limitarla, poiché convinti che così facendo si assicurino la solidità dell'intero sistema bancario. Gli esclusivi destinatari di una disciplina così fatta sono gli enti creditizi, poiché è in questi che si va concentrando la funzione di intermediazione. In tal senso, accanto alla tipica intermediazione bancaria consistente nella raccolta del risparmio e nella successiva erogazione del credito, l'attività degli enti creditizi si articola anche nella raccolta mediante strumenti obbligazionari sul medio termine per l'erogazione a medio/lungo termine nelle forme del mutuo. Soltanto qualche azienda di credito aggiunge a ciò l'attività di impiego nelle forme delle partecipazioni azionarie. In altre parole, sotto la vigenza della legge bancaria del 1936, la disciplina dell'intermediazione e della vigilanza finanziaria coincidono, essenzialmente, con quella dell'attività bancaria<sup>122</sup>.

Gli anni settanta segnano, in Italia così come nel resto dell'Europa, l'affermarsi di una identità propria dell'attività di intermediazione mobiliare e, per conseguenza, dell'apparato di

---

<sup>121</sup> Cfr. F. DI PASQUALI, *La disciplina italiana dell'intermediazione finanziaria e dei mercati*, in A. BANFI, (a cura di), *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa*, Isedi, 2000, p. 55.

<sup>122</sup> Cfr. G. VISENTINI, *Intermediari (...)*, cit., p. 483.

regolamentazione e controllo ad essa deputato. Ciò a seguito di determinanti fattori di cambiamento che si usa così riassumere: i) il graduale passaggio del portafoglio delle famiglie verso i titoli emessi dal settore privato; ii) l'internazionalizzazione; iii) le crescenti pressioni politiche per migliorare l'efficienza del settore bancario; iv) i deludenti risultati delle banche di proprietà statale e dei controlli amministrativi sul credito. Si adotta, per volere del legislatore, una separazione di competenze fra le Autorità preposte alla vigilanza sul sistema bancario e quelle (finalmente) competenti per i mercati finanziari, poiché la regolamentazione del settore bancario e di quello finanziario non deve «rimanere nelle mani dello stesso ente di vigilanza»<sup>123</sup>.

In Italia, è la l. 7 giugno 1974, n. 216 a farsi portatrice del nuovo assetto venutosi a creare. Essa istituisce una nuova Autorità, la Consob (Commissione nazionale per le società e la borsa) alla quale si affidano due competenze: il controllo sulla borsa; ed il controllo di trasparenza sugli emittenti quotati in borsa. Si decide, così, per la separazione tra vigilanza (per la stabilità) sugli intermediari creditizi e vigilanza (per l'informazione e la correttezza dei mercati) sul mercato mobiliare. La prima, lasciata alla Banca d'Italia; la seconda, affidata in via esclusiva alla Consob e posta in grado di venire svolta correttamente proprio se non coinvolta in problematiche attinenti la stabilità<sup>124</sup>.

Il passaggio successivo della legislazione è segnato (oltre che dalla l. 12 agosto 1982, n. 576 recante “*Riforma della vigilanza sulle assicurazioni*”)<sup>125</sup> dalla l. 23 marzo 1983, n. 77, introduttiva del nuovo istituto dei fondi comuni di investimento mobiliare ma avente, in realtà, amplissima portata, fino a ricomprendere disposizioni che

---

<sup>123</sup> Cfr. E. WYMEERSCH, *The implementation of the ISD and CAD in National legal systems*, in G. FERRARINI, (a cura di), *European securities markets. The investment services Directive and beyond*, Kluwer Law International, 1998, p. 52.

<sup>124</sup> Cfr. M. ONADO, *Regolamentazione finanziaria in Europa e in Italia*, in L. DE ROSA, (a cura di), *Sistemi bancari e finanziari internazionali: evoluzione e stabilità*, La terza, 2001, p. 275.

introducono l'intervento della Consob anche sulle sollecitazioni del pubblico risparmio, nonché. Il riordino delle competenze della Consob delineatesi fino a questo momento e la precisazione della natura e dei contenuti della propria autonomia si devono alla l. 6 giugno 1985, n. 281, seguita dalla l. 10 ottobre 1990, n. 287 recante «*Norme per la tutela e la concorrenza del mercato*»<sup>126</sup> istitutiva dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, alla quale vengono conferite competenze orizzontali su tutti i comparti del mercato finanziario, tranne che per le banche e le assicurazioni, per le quali i principali poteri in materia di antitrust restano rispettivamente alla Banca d'Italia e all'Agcm ma sentito il parere dell'Isvap<sup>127</sup>.

I primi anni novanta del 1900 vedono incrementarsi l'attività di intermediazione mobiliare, in risposta al contestuale sviluppo del sistema economico italiano. Si avverte, perciò, l'esigenza di una vera e propria disciplina organica dell'intermediazione finanziaria che si sostanzia nella l. 2 gennaio 1991, n. 1, significativamente istitutiva delle Sim. Le norme concernenti la vigilanza in essa contenute accolgono definitivamente il principio della ripartizione del controllo sulle Sim in base al criterio della finalità: alla Consob i controlli di trasparenza (relativi agli obblighi di informazione e correttezza e alla regolarità delle negoziazioni) e alla Banca d'Italia quelli di stabilità patrimoniale. Si arriva, infine, al quadro disciplinare degli anni novanta (il quale vede, peraltro, la formulazione del d.lgs 21 aprile 1993, n. 124, recante «*Disciplina delle forme pensionistiche complementari*» ed istitutivo della Covip) e ancora oggi in vigore, dominato dalla presenza di due testi unici rispettivamente disciplinanti il settore bancario e quello mobiliare. Ci si riferisce al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (d. lg. 1°

---

<sup>125</sup> G.U. 20 agosto 1982, n. 229.

<sup>126</sup> G. U. 13 ottobre 1990, n. 240.

<sup>127</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, 2004, III° Ed., p. 11

settembre 1993, n. 385), il quale, per la prima volta, esplicita dettagliatamente le finalità della vigilanza da parte della Banca d'Italia. Ci si riferisce, inoltre, al Testo unico dell'intermediazione finanziaria (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58) il quale «assorbe» e ripropone i principi fissati due anni prima nel d. lg. 23 luglio 1996, n. 415 (necessario al recepimento delle Direttive n. 93/22/CEE in materia di servizi di investimento e n. 93/6/CEE in materia di adeguatezza patrimoniale degli intermediari), a sua volta ispirato ai principi, in tema di vigilanza, dettati nella l. 1/91<sup>128</sup>. Così come fatto nell'ambito del Testo unico bancario in riferimento alla vigilanza bancaria, il Tuf chiarisce le finalità della vigilanza finanziaria

Dall'analisi normativa appena conclusa, si può dedurre che le Autorità di vigilanza operative in ambito finanziario in Italia alla vigilia della l. 262/05 sono Banca d'Italia, Consob, Isvap, Covip e Agcm, tutte rientranti, peraltro, nel *genus* delle autorità amministrative indipendenti<sup>129</sup>.

<sup>128</sup> Cfr. L. CARDIA, A. DESIATA, E. LETTA, B. TABACCI, *Unità o pluralità (...), op. cit.*, p. 321

<sup>129</sup> Le autorità amministrative indipendenti sono enti preposti allo svolgimento di funzioni di garanzia e tutela nell'ambito di attività particolarmente rilevanti sul piano sociale ed economico. E il mercato finanziario è sicuramente uno dei settori «sensibles» per eccellenza. Cfr. S. CASSESE – C. FRANCHINI, *Presentazione*, in S. CASSESE – C. FRANCHINI, (a cura di), *I garanti delle regole*, Il Mulino, 1996, p. 11 e ss.; A. LA SPINA – G. MAJONE, *Lo Stato regolatore*, Il Mulino, 2000, p. 295 e ss.; A. PREDIERI, (a cura di), *Le autorità indipendenti nei sistemi istituzionali ed economici*, Firenze, 1997, p. 316. La maggior parte delle Autorità in questione è venuta alla luce essenzialmente a partire dagli anni novanta del 1900 (la Banca d'Italia nel 1893, la Consob nel 1974, l'Isvap nel 1982, l'Agcm nel 1990 e la Covip nel 1993), quando, anche sulla scia dei cambiamenti impressi dalla normativa comunitaria, più forte diventava l'esigenza di riconoscere alle Autorità tecniche la possibilità di procedere autonomamente nell'azione di vigilanza del settore, ritenendo perciò ipotizzabile, se non l'eliminazione dell'autorità politica dalla struttura di vertice dell'ordinamento finanziario, quanto meno una diversa modalità di raccordo tra politica e garanzia tecnica nella definizione del controllo sul settore. Cfr. F. GOBBO, *Alcune note a margine del progetto di riforma del sistema delle Autorità*, in «Arel», 2002, n. 1, p. 36; F. MERUSI, *Commento sub art. 2 T.u.b.*, in F. CAPRIGLIONE, (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Cedam, 2001, I, p. 9 e ss. Tra le peculiarità che contraddistinguono ciascuna Autorità, l'indipendenza più o meno accentuata dal potere esecutivo ne rappresenta sicuramente quello maggiormente qualificante. Cfr. CAMERA DEI DEPUTATI, *Le Autorità amministrative indipendenti*, in «Indagini conoscitive e documentazioni legislative», XIII Legislatura, 2000, n. 31; L. BENVENUTO, *I poteri di regolazione delle Autorità indipendenti*, in «Analisi giur. ec.», 2002, n. 2, p. 553 e ss. Sebbene il dibattito dottrinale sull'estensione del concetto di indipendenza e sugli effetti ad esso riconducibili sia tutt'ora in corso d'opera, c'è uniformità nell'interpretarlo quale strumento che sottrae la struttura dell'autorità dall'indirizzo amministrativo espresso dal Governo. Fra tutti, si vedano F. MERUSI, *Le Autorità indipendenti fra riformismo nazionale ed autarchia comunitaria*, in F. MERUSI, *Le leggi del mercato. Innovazione comunitaria ed autarchia nazionale*, Il Mulino, 2002. L'indipendenza di cui godono tali Autorità è, dunque, correlata al



Di seguito, se ne identificano profili istituzionali e poteri, ferma restando, da un lato, la collaborazione tra tutte le autorità stabilita dagli artt. 4 «Collaborazione tra autorità e segreto d'ufficio» Tuf e dall'art. 7 «Segreto d'ufficio e collaborazione tra autorità» del Tub; dall'altro, il ruolo del Ministro dell'economia e delle finanze che, per una gran parte di provvedimenti di sua competenza, è tenuto a sentire la Consob, la Banca d'Italia o entrambe. Ci si riferisce in particolar modo:

- a) ai requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali dei soggetti abilitati nonché a quelli di onorabilità dei titolari di partecipazioni nei soggetti abilitati e a quelli di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nelle società di gestione del mercato e di gestione accentrata di strumenti finanziari che il Ministro deve stabilire con regolamento sentite la Banca d'Italia e la Consob (artt. 13,14, 61 e 80 Tuf);

---

solo potere governativo e non anche a quello politico, nel senso che non sono sciolte dal controllo parlamentare. Quest'ultimo è il depositario della sovranità popolare perciò anche le amministrazioni in esame — pur se non elette in base al principio di legittimazione democratica — sono tenute a rispondervi in qualche misura. Cfr. G. MANGHETTI, A. DESIATA, M. MESSORI, L. FRANCIOSI, A. FRIGESSI, *I rischi nel settore assicurativo e il ruolo dell'Isvap e della Covip*, in F. KOSTORIS PADOA SCHIOPPA, (a cura di), *Le autorità indipendenti (...), op. cit.*, p. 294. L'ulteriore elemento comune alla realtà multiforme delle Autorità consiste nell'esercizio di funzioni, insieme, di natura amministrativa, normativa e giurisdizionale. Quest'ultimo aspetto sembra porsi in contrasto con il principio della divisione dei poteri dello Stato nel suo tradizionale collegamento col principio democratico, che vuole che le deliberazioni aventi portata generale ed astratta siano assunte da soggetti che abbiano legittimazione popolare, tanto da avere spinto una parte della dottrina a sostenere l'illegittimità formale e sostanziale di tali istituzioni. In realtà, il paventato contrasto con l'ordinamento giuridico è solo apparente. Cfr. S. NICODEMO, *Gli atti normativi delle autorità indipendenti*, Cedam, 2002, p. 228. Sotto il profilo contenutistico, gli atti emanati dalle Autorità indipendenti (ai quali sono pacificamente riconducibili quelli attinenti i settori del credito e del risparmio, del mercato finanziario e borsistico, delle assicurazioni e previdenziale, che in questa sede interessano più da vicino) contengono regole operative di natura tecnica, riconducibili a precedenti valutazioni effettuate in sede politica. Si tratta, in definitiva, di atti di grado secondario ovvero gerarchicamente subordinati a tutte le fonti di grado primario e, quindi, alla legislazione dello Stato. Cfr. G. AMATO, *Autorità semi-indipendenti e autorità di garanzia*, in «Riv. trim. dir. pubbl.», 1998, p. 662. Allora, «la riconducibilità dell'agere amministrativo delle Autorità di controllo ad atti di indirizzo politico è il fondamento della legittimazione democratica dei poteri delle medesime». Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Diritto comunitario e tutela del risparmio*, in «Ngcc», 2004, Parte 2<sup>a</sup>, p. 668. Inoltre, il superamento del principio di divisione dei poteri che si riscontra nel loro operare è, comunque, correlato al rispetto della distribuzione delle competenze e delle garanzie formali e sostanziali descritte dalla Costituzione. Cfr. R. MANFRELLOTTI, *Esercizio di funzioni normative e partecipazione dei soggetti privati: a proposito dei regolamenti della società di gestione della borsa*, in «Riv. it. dir. pubbl. com.», 2000, n. 3, p. 1007.

- b) le nuove categorie di strumenti finanziari e di servizi di investimenti e accessori che il Ministro può individuare con regolamento adottato sentite la BdI e la Consob (art. 18 «Soggetti» Tuf);
- c) limiti e modalità con cui può essere conferita, ai soggetti abilitati, la rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto nella gestione di portafoglio di investimento che il Ministro deve stabilire con regolamento sentite la BdI e la Consob (art. 24 «Gestione di portafogli di investimento» Tuf);
- d) i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento determinati dal Ministro con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob (art. 37 «Struttura dei fondi comuni di investimento» Tuf);
- e) le modalità operative per l'esercizio del voto per corrispondenza stabilite dal Ministro con regolamento sentite la Banca d'Italia e la Consob (art. 46 «Assemblea» Tuf);
- f) il riconoscimento e la disciplina dell'organizzazione e del funzionamento del sistema di indennizzo a tutela degli investitori a cura di u regolamento del Ministro sentita la Banca d'Italia e la Consob (art. 59 «Sistemi di indennizzo» Tuf);
- g) alla disciplina ed autorizzazione dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato che il Ministro deve curare sentite la BdI e la Consob (art. 66 «Mercati all'ingrosso dei titoli di Stato» Tuf);
- h) allo scioglimento degli organi amministrativi di controllo della società di gestione dei mercati in caso di gravi irregolarità dalla stessa compiuti che il Ministro dispone su proposta della Consob (art. 75 «Provvedimenti straordinari a tutela del mercato e crisi della società di gestione» Tuf), ovvero di scioglimento degli organi della società di gestione accentrata di strumenti finanziari in caso di accertate irregolarità che il Ministro dispone su proposta ella Consob o della Banca d'Italia (art. 83 «Crisi della società di gestione accentrata» Tuf);

i) alle sanzioni amministrative applicabili in caso di abuso di informazioni privilegiate e aggio su strumenti finanziari che, salvo il caso in cui si riferiscano ai promotori finanziari, sono applicate dal Ministro su proposta della BdI o della Consob, secondo le rispettive competenze (art. 195 «Procedura sanzionatoria» Tuf).

### 3.2.2 *La Commissione nazionale per la società e la borsa (Consob)*

Insieme alla Banca d'Italia, la Consob è la principale Autorità di vigilanza sull'attività di intermediazione finanziaria e sui mercati in Italia.

Essa è stata istituita dal d.l. 8 aprile 1974, n. 95<sup>130</sup>, poi convertito con modificazioni nella l. 7 giugno 1974, n. 216 «Disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari»<sup>131</sup>, in risposta all'esigenza di fondare un'Autorità amministrativa specificamente rivolta alla regolamentazione e vigilanza dell'attività finanziaria diversa da quella bancaria<sup>132</sup>.

La sua struttura organizzativa è, a tutt'oggi, disciplinata dalla legge istitutiva (e successive modifiche)<sup>133</sup>, la quale nell'ambito dell'art. 1 dispone che la Commissione è composta dal Presidente e da quattro membri («scelti tra persone di specifica e comprovata competenza ed esperienza e di indiscussa moralità e indipendenza») nominati con decreto del Presidente della Repubblica su proposta del Presidente del Consiglio dei Ministri, previa deliberazione del Consiglio stesso. L'incarico ha durata di cinque anni ed è rinnovabile una sola volta. La Commissione opera, inoltre, secondo un rigido principio di collegialità e di autonomia (anche inerente alle spese di

---

<sup>130</sup> G.U. 9-4-1974, n. 94.

<sup>131</sup> G.U. 8-6-1974, n. 149.

<sup>132</sup> Cfr. G. MINERVINI, *L'istituzione del "controllo pubblico" sulle società per azioni. Prime valutazioni*, in «Giur. comm.», 1974, p. 539.

funzionamento) rispetto alla Pubblica Amministrazione e al Governo. I rapporti tra la Consob ed il Governo continuano, in effetti, ad avere carattere prevalentemente informativo<sup>134</sup>.

Seppure la legge istitutiva ha riservato alla Commissione un significativo margine di autonomia in relazione al proprio profilo organizzativo (composizione, *status* dei suoi componenti, modalità di funzionamento e di finanziamento), la sua affermazione come Autorità indipendente ha inizio solo a partire dagli anni ottanta, dunque dopo circa un decennio dalla sua nascita<sup>135</sup>.

La “prima” Consob (“racchiusa” per l’appunto nel ricordato decennio) è sottoposta ad un obbligo di informazione nei confronti del Ministero del Tesoro circa gli atti e gli eventi di maggiore rilievo, laddove il Ministero ha facoltà di richiederle dati e notizie, di formulare valutazioni e di informare il Parlamento di quanto ritenuto rilevante per il buon funzionamento del mercato. Sul piano funzionale, la Commissione vede incentrato il proprio potere essenzialmente su questioni attinenti la trasparenza delle società con titoli quotati in borsa<sup>136</sup>.

Una decisiva svolta nella sfera dell’autonomia della Commissione si attua durante la fase nota come della «seconda Consob». La l. 23 febbraio 1977. n. 49 istitutiva dei mercati ristretti, prima, e la l. 23 marzo 1983 n. 77, poi, ne estendono i poteri di controllo a tutte le operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio

---

<sup>133</sup> Cfr. M. CERA, *La Consob*, Giuffrè, 1986, p.112.

<sup>134</sup> La Commissione è tenuta ad informare il Ministro dell’Economia sugli atti di maggior rilievo, comunica gli atti non soggetti a controllo preventivo e trasmette annualmente una relazione sull’attività svolta e sulle linee programmatiche. Il Ministro dell’Economia può richiedere notizie e dati, formulare valutazioni, informare il Parlamento degli eventi che ritiene rilevanti per il corretto funzionamento dei mercati finanziari. Esso, infine, trasmette al parlamento la relazione annuale della Consob con le proprie eventuali valutazioni. Cfr. l. 216/74, art. 1 comma 13.

<sup>135</sup> Cfr. G. TRABUCCHI – E. FAGGION, *Autorità indipendenti e nuova organizzazione dello Stato: il ruolo della Consob*, in P. CAVALIERI - G. DALLE VEDOVE – P. DURET, *Autorità indipendenti e Agenzie*, Cedam, 2003, p. 435.

<sup>136</sup> Cfr. F. PERNAZZA, *Un’Autorità a tutto tondo: la Consob*, in S. VALENTINI, (a cura di), *Diritto e istituzioni della regolazione*, Giuffrè, 2005, p. 215. In definitiva, la Commissione si ritrovava, dunque, a realizzare una vigilanza incompleta, alla quale sfuggivano gran parte delle operazioni non svolte necessariamente attraverso la borsa (si pensi, ad esempio, ai

e ai soggetti emittenti i titoli oggetto delle medesime. Inoltre, con la l. 4 giugno 1985, n. 281 «Disposizioni sull'ordinamento della Commissione nazionale per la società e la borsa (...)»<sup>137</sup> si attribuisce finalmente alla Commissione quella piena indipendenza dal potere esecutivo, carente durante la sua prima configurazione, mediante l'esplicito riconoscimento della personalità giuridica di diritto pubblico<sup>138</sup>.

Il successivo ampliamento delle competenze della Consob interviene con la l. 2 gennaio 1991, n. 1 «Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari» (c.d. legge SIM)<sup>139</sup>. Quest'ultima conferisce alla Consob un potere regolamentare sull'organizzazione e il funzionamento del mercato mobiliare nell'ambito di un generale sistema per finalità che la vede agire, oltre che autonomamente, altresì d'intesa con la Banca d'Italia.

Quando, nel 1996, vengono recepite le c.d. direttive Eurosim<sup>140</sup> attraverso il d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415<sup>141</sup> viene avviato il processo di privatizzazione dei mercati mobiliari, e alla competenza della Consob si aggiunge il ruolo di "alta vigilanza" su quelle strutture di autogoverno che si occupano di organizzare e gestire gli stessi: le società di gestione<sup>142</sup>.

L'assetto delle funzioni così delineato è stato riprodotto nel d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 «Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria»<sup>143</sup>, rimanendo sostanzialmente inalterato per quasi sette anni dall'entrata in vigore del Tuf, ovvero

---

titoli "atipici" e ai prodotti finanziari di vario tipo). Cfr. F. MERUSI – M. PASSARO, *Le Autorità indipendenti*, Il Mulino, 2003, p. 19.

<sup>137</sup> G.U. 18-6-1985, n. 142.

<sup>138</sup> Cfr. B. LIBONATI, *La "quarta" Consob*, in «Riv. soc.», 1985, p. 433.

<sup>139</sup> G.U. 4 gennaio 1991, n. 3.

<sup>140</sup> Ci si riferisce alla direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento del settore dei valori mobiliari e alla direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

<sup>141</sup> G.U. 9-8-1996, n. 186, s. o. n. 133.

<sup>142</sup> Cfr. F. PERNAZZA, *Un'Autorità a tutto tondo: la Consob*, in S. VALENTINI, (a cura di), *Diritto (...), op. cit.*, p. 220.

<sup>143</sup> G.U. 26-3-1998, n. 71, s. o. 52/L.

fino all'entrata in vigore della l. 28 dicembre 2005, n. 262 «Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari»<sup>144</sup>, avvenuta in data 1 gennaio 2006. Questa disposizione è intervenuta nell'ambito dei poteri della Commissione, arricchendone ed estendendone la portata.

### 3.2.3 *Le funzioni della Commissione*

L'attività della Consob si estende su tre aree principali di intervento e si esplica mediante quattro modalità di azione sulle medesime<sup>145</sup>.

Per quanto concerne le aree, esse si identificano, in definitiva, nelle Parti II, III e IV del Testo Unico della finanza, rispettivamente dedicate alla “Disciplina degli intermediari”, alla “Disciplina dei mercati e della gestione accentrata di strumenti finanziari”, e alla “Disciplina degli emettenti”. In ciascuno di tali ambiti, la Commissione può alternativamente o congiuntamente esercitare poteri di tipo regolamentare, autorizzatorio, di vigilanza ed, infine, sanzionatorio. In ogni caso, ogni intervento della Commissione ha come criterio guida la finalità ad essa assegnata dal Tuf: «*garantire la trasparenza e la correttezza dei comportamenti dei soggetti abilitati*» (art. 5 «Finalità e destinatari della vigilanza», comma 3, Tuf).

Ma l'operatività della Consob è rintracciabile altresì nell'ambito di specifiche disposizioni del Testo unico bancario, per quanto in misura decisamente più ristretta rispetto al ventaglio di competenze di cui al Tuf.

Affinché il quadro dei poteri della Commissione possa essere quanto più chiaro e completo, si procede ad elencarli schematicamente per ambito di afferenza e per natura, anzitutto nell'ambito del Tuf, per poi indicarne la portata nel Tub.

---

<sup>144</sup> G.U. 28-12/05, n. 301, s. o. n. 208/L.

Nell'ambito del Testo unico finanziario, i poteri della Consob si esplicano anzitutto in relazione alla disciplina che sovrintende l'attività degli intermediari, attraverso interventi di tipo:

*1. regolamentare*

Attraverso l'emanazione di regolamenti la Consob può disciplinare: a) sentita la Banca d'Italia, le procedure relative ai servizi prestati, al comportamento da osservare nei rapporti con gli investitori, agli obblighi informativi nella prestazione dei servizi (art. 6 «Vigilanza regolamentare», comma 2, Tuf); b) i termini per l'alienazione delle partecipazioni eccedenti le soglie per le quali sono richiesti specifici requisiti di onorabilità (art. 14 «Requisiti di onorabilità», comma 7, Tuf); c) i casi in cui i contratti relativi ai servizi di investimento possano essere stipulati in una forma diversa da quella scritta (art. 23 «Contratti», Tuf) e quelli in cui gli strumenti oggetto di tali contratti debbano essere negoziati nei mercati regolamentati (art. 25 «Attività di negoziazione nei mercati regolamentati» Tuf); d) le condizioni per la prestazione dei servizi da parte delle imprese di investimento comunitarie (art. 27 «Imprese di investimento comunitarie», Tuf); e) le caratteristiche dei prodotti diversi dagli strumenti e dai servizi finanziari che le Sim possono offrire fuori sede (art. 30 «Offerta fuori sede» Tuf); f) l'istituzione e il funzionamento su base territoriale delle commissioni per l'albo dei promotori finanziari (art. 31 «Promotori finanziari», comma 6, Tuf); g) sentita la Banca d'Italia, la promozione e il collocamento di prodotti finanziari mediante tecniche di comunicazione a distanza (art. 32 «Promozione e collocamento a distanza di servizi e strumenti finanziari», Tuf).

*2. di vigilanza/monitoraggio*

Mediante interventi acquisiti e prescrittivi la Consob: a) convoca e sospende gli organi collegiali dei soggetti abilitati (art. 7 «Interventi sui soggetti abilitati», Tuf); b) richiede ai soggetti abilitati la comunicazione di dati e notizie nonché la trasmissione

di atti e documenti (art. 8 «Vigilanza informativa», Tuf); c) effettua ispezioni presso i soggetti abilitati (art. 10 «Vigilanza ispettiva» Tuf); d) può pronunciare la decadenza dalla carica degli esponenti aziendali dei soggetti abilitati in caso di difetti dei requisiti di professionalità, onorabilità ed indipendenza (art. 13 «requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza» Tuf); e) può impugnare la deliberazione adottata con il voto dei partecipanti al capitale in difetto dei requisiti di onorabilità (art. 14 «Requisiti di onorabilità» Tuf); f) può richiedere ai soggetti abilitati l'indicazione di informazioni concernenti le partecipazioni secondo quanto risulta dal libro dei soci o da altri dati a loro disposizione (art. 17 «Richiesta di informazioni sulle partecipazioni»); g) può chiedere ai promotori finanziari e ai soggetti che se avvalgono la comunicazione di dati e notizie (art. 31 «Promotori finanziari», comma 7, Tuf), nonché disporre e via cautelare la sospensione (art. 55 «Provvedimenti cautelari applicabili ai promotori finanziari» Tuf); h) può richiedere ai soggetti che curano la commercializzazione dei fondi comuni di investimento non armonizzati la comunicazione di dati e notizie (art. 42 «Offerta in Italia di quote di fondi comuni di investimento armonizzati e non armonizzati», comma 8, Tuf).

### 3. *autorizzativo*

Si tratta di un ambito particolarmente incisivo in cui la Consob procede a verificare la ricorrenza di certi presupposti e requisiti necessari ad avviare l'operatività degli intermediari. Nello specifico, la Consob, sentita la Banca d'Italia, autorizza: a) l'esercizio dei servizi di investimento da parte della Sim, disciplinandone le procedure e le ipotesi di decadenza (art. 19 «Autorizzazione», Tuf) ed iscrivendo in un apposito albo i soggetti autorizzati (art. 20 «Albo», Tuf); b) lo stabilimento della prima succursale delle imprese di investimento extracomunitarie o lo svolgimento dei servizi di investimento da parte delle medesime



(art. 28 «Imprese di investimento extracomunitarie» , commi 1 e 2, Tuf).

#### 4. *sanzionatorio*

La Consob:

- a) può proporre o adottare provvedimenti ingiuntivi a carico dei soggetti abilitati (Titolo IV «Provvedimenti ingiuntivi e crisi», Parte II, Tuf).

Medesime tipologie di poteri vengono assegnati alla Consob anche in relazione alla disciplina dei mercati (e della gestione accentrata egli strumenti finanziari) e a quella degli emittenti.

Per quanto concerne la disciplina dei mercati, attraverso i poteri di tipo regolamentare, la Consob: a) determina con regolamento il capitale minimo della società di gestione del mercato nonché le attività connesse e strumentali che essa può svolgere rispetto a quella principale di organizzazione e gestione del mercato (art. 61 «Mercati regolamentati di strumenti finanziari» Tuf). Inoltre, detta disposizioni per assicurare la pubblicità del regolamento del mercato (art. 62 «Regolamento del mercato», Tuf); b) stabilisce con regolamento le modalità per la registrazione di tutte le operazioni compiute su strumenti finanziari nel mercato (art. 65 «Registrazione delle operazioni su strumenti finanziari presso la società di gestione» Tuf); c) d'intesa con la Banca d'Italia, disciplina con regolamento i casi di inadempimento e di insolvenza di mercato (art. 72 «Disciplina delle insolvenze di mercato» Tuf); d) determina con regolamento, d'intesa con la Banca d'Italia, il capitale minimo della società che esercita l'attività di gestione accentrata di strumenti finanziari (art. 80 «Attività di gestione accentrata di strumenti finanziari», comma 3 Tuf), nonché le categorie di soggetti e strumenti ivi ammessi (art. 81 «Regolamento di attuazione e regolamento dei servizi Tuf»).

I poteri di vigilanza e monitoraggio le consentono di: a) vigilare sulle società di gestione del mercato (art. 73 «Vigilanza sulle società di gestione» Tuf) e sui mercati regolamentati, attraverso la richiesta

di comunicazioni periodiche di dati e notizie nonché ispezioni (art. 74 «Vigilanza sui mercati» Tuf) ; b) chiedere agli organizzatori e agli emittenti degli scambi organizzati di strumenti finanziari dati, notizie e documenti su tali scambi (art. 78 «Scambi organizzati di strumenti finanziari» Tuf); c) vigilare sulle società di gestione accentrata (art. 82 «Vigilanza», Tuf).

Infine, l'esercizio (nell'ordine) dei poteri di tipo autorizzatorio e sanzionatorio consentono alla Consob di: a) autorizzare l'esercizio dei mercati regolamentati e li iscrive in un apposito elenco (art. 62 «Regolamento del mercato», Tuf). In una sezione speciale dello stesso elenco, la Consob iscrive, altresì, i mercati riconosciuti ai sensi dell'ordinamento comunitario (art. 67 «Riconoscimento dei mercati», Tuf); B) autorizzare, d'intesa con la Banca d'Italia, la società all'esercizio dell'attività di gestione accentrata di strumenti finanziari (art. 80 «Attività di gestione accentrata di strumenti finanziari», comma 9, Tuf); c) formulare, sentita la Banca d'Italia, le proposte di provvedimenti straordinari e di crisi delle società di gestione del mercato (art. 75 «Provvedimenti straordinari a tutela del mercato e crisi della società di gestione»).

Concentrando, infine, l'attenzione sulla disciplina degli emittenti, si evidenzia subito come i poteri ivi prevalenti siano quelli di tipo regolamentare, laddove con regolamento essa stabilisce: a) le disposizioni di attuazione relative alla disciplina della sollecitazione al pubblico risparmio, con particolare riguardo al contenuto della comunicazione da inviarle preventivamente, del prospetto informativo, alle norme di correttezza cui sono tenuti l'emittente, l'offerente e il collocatore degli strumenti finanziari (art. 95 «Disposizioni di attuazione» Tuf), e alle modalità da osservare nel divulgare annunci pubblicitari prima della pubblicazione del prospetto (art. 101 «Annunci pubblicitari» Tuf). Analoghe disposizioni possono essere assunte nel caso di offerte pubbliche di acquisto o di scambio (art. 103 «Svolgimento dell'offerta» Tuf); b) il riconoscimento

in Italia dei prospetti approvati in conformità della disciplina comunitaria (art. 98 «Riconoscimento del prospetto» Tuf); c) in tema di offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, le ipotesi di particolare configurazione della partecipazione (superiore al 30%) al verificarsi della quale sorge l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni della società partecipata ed, inoltre, i casi in cui, al ricorrere di specifiche condizioni, il superamento della indicata partecipazione non comporta l'obbligo di offerta (art. 106 «Offerta pubblica di acquisto totalitaria», commi 3, 3bis e 5, Tuf); d) i contenuti del prospetto informativo da pubblicare a cura della società emittente prima che questa dia avvio alla quotazione degli strumenti finanziari in un mercato regolamentato, dettando anche disposizioni finalizzate al coordinamento tra le funzioni dell'emittente e quelle della società di gestione del mercato (art. 113 «Prospetto di quotazione» Tuf); e) le modalità dell'informazione da fornire al pubblico sui fatti cosiddetti "*price sensitive*", e i casi e le modalità relative alla trasmissione al pubblico di informazioni sugli studi e sulle statistiche (art. 114 «Comunicazioni al pubblico» Tuf); f) i criteri per l'individuazione degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico (art. 116 «Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico» Tuf); g) i criteri per il calcolo delle partecipazioni rilevanti, le variazioni che comportano obbligo di comunicazione, i contenuti della comunicazione ed i termini per effettuarla (art. 120 «Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti» Tuf); h) le modalità ed i contenuti della comunicazione, dell'estratto e della pubblicazione richiesti in tema di patti parasociali aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società quotate (art.122 «Patti parasociali» Tuf); i) le modalità di esercizio del voto per corrispondenza, ove previsto (art. 127 «Voto per corrispondenza» Tuf); l) i criteri per accordare l'esclusione dalle negoziazioni ad una società quotata nei mercati regolamentati italiani (art. 133 «Esclusione su richiesta dalle negoziazioni» Tuf); m) regole

di trasparenza e correttezza in tema di raccolta di deleghe di voto attraverso la modalità della sollecitazione, stabilendo il contenuto del prospetto, del modulo di delega, le procedure di sollecitazione, i requisiti del committente (art. 144 «Svolgimento della sollecitazione e della raccolta» Tuf, art. 139 «Requisiti del committente» Tuf); n) documentazione da inviare, modalità e termini in caso di conferimento e revoca dell'incarico di revisione del bilancio d'esercizio ad una società di revisione (art. 59 «Conferimento e revoca dell'incarico» Tuf).

I poteri di vigilanza/monitoraggio si sostanziano: a) allo scopo di acquisire elementi conoscitivi, nella richiesta della comunicazione di dati e notizie nonché la trasmissione di documenti agli acquirenti e sottoscrittori di strumenti finanziari (art. 97 «Obblighi informativi» Tuf); b) in caso di offerte pubbliche di acquisto o di scambio, entro 15 giorni dalla preventiva comunicazione ad essa rivolta, nell'indicazione agli offerenti informazioni integrative da fornire o particolari garanzie da prestare (art. 102 «Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi» Tuf); c) nella fissazione del prezzo da applicare in caso di offerta pubblica di acquisto residuale (art. 108 «Offerta pubblica di acquisto residuale» Tuf); d) in tema di informazione societaria, nella richiesta agli emittenti quotati della comunicazione di dati, notizie e documenti, e nell'esecuzione di ispezioni e assunzione di notizie dagli esponenti aziendali (art. 115 «Comunicazioni alla Consob» Tuf); e) in tema di raccolta di deleghe di voto mediante la tecnica della sollecitazione, richiedere che il prospetto e il modulo di delega contengano informazioni integrative (art. «144» Svolgimento della sollecitazione e della raccolta, comm a2, Tuf); f) in tema di organi di controllo delle società quotate, nella denuncia di fatti al tribunale se ha fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri di vigilanza del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza o del comitato di controllo sulla gestione (art. 152 «Denuncia al tribunale» Tuf); g) nell'impugnare le delibere di approvazione del bilancio per

mancata conformità del medesimo alle norme che ne disciplinano la redazione (art. 157 «Effetti dei giudizi sui bilanci» Tuf); h) nella vigilanza sull'attività delle società di revisione che iscrive, peraltro, in un apposito albo speciale, potendo richiedere la comunicazione anche periodica di dati e notizie, la trasmissione di documenti, eseguire ispezioni, raccomandare principi e criteri da adottare per la revisione contabile (art. 161 «Albo speciale delle società di revisione» Tuf, art. 162 «Vigilanza sulle società di revisione» Tuf);

Infine, attraverso i poteri (nell'ordine) di tipo autorizzatorio e sanzionatorio, la Consob: a) autorizza la pubblicazione del prospetto relativo alla sollecitazione riguardante prodotti finanziari non quotati né diffusi tra il pubblico secondo le modalità e nei termini da essa stabiliti con regolamento (art. 94 «Obblighi degli offerenti» Tuf); b) autorizza l'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica al sussistere delle condizioni che configurano un caso di offerta pubblica di acquisto preventiva (art. 107 «Offerta pubblica di acquisto preventiva» Tuf); c) può sospendere in via cautelare, per un periodo non superiore a novanta giorni, la sollecitazione all'investimento per fondato sospetto di violazione delle disposizioni o vietarla se la violazione è effettivamente accertata (art. 99 «Poteri interdittivi» Tuf). Analoghi provvedimenti possono essere assunti nei confronti di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio (art. 102 «Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi», comma 3, Tuf); d) può impugnare la delibera assembleare risultante dalla votazione determinante di partecipazioni reciproche il cui diritto di voto era stato sospeso per superamento dei limiti di cui all'art. 120 Tuf (art. 121 «Disciplina delle partecipazioni reciproche» Tuf); e) quando accerta gravi irregolarità nello svolgimento dell'attività di revisione, può intimare alla società di revisione di non avvalersi del responsabile cui sono ascrivibili le irregolarità, nonché vietarle di accettare nuovi incarichi e, infine, disporre la cancellazione dall'albo speciale in caso di gravi irregolarità (art. 163 «Provvedimenti della Consob» Tuf); f) nei

procedimenti penali per i reati di abuso di informazioni privilegiate e aggrottaggio su strumenti finanziari, la Consob esercita i diritti e le facoltà attribuiti dal Codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato (art. 187 «Facoltà della Consob nel procedimento penale» Tuf); g) propone l'applicazione, secondo le proprie competenze, delle sanzioni amministrative per i reati di cui al Titolo II «Sanzioni amministrative» della Parte V «Sanzioni» del Tuf (art. 195 «Procedura sanzionatoria» Tuf); h) applica, con provvedimento motivato, le sanzioni previste per le violazioni compiute dai promotori finanziari (art. 196 «Sanzioni applicabili ai promotori finanziari» Tuf).

Passando a considerare il ruolo attribuito alla Consob dal Testo unico bancario, si può anticipare che si tratta, in prevalenza, di funzioni di tipo acquisitivo e consultivo, riguardo ad argomenti che attengono: a) alla raccolta del risparmio, in relazione alla quale è stabilito che il CICR, se non determinati dalla legge, può esso stesso stabilire «durata e taglio degli strumenti finanziaria la cui emissione costituisce raccolta del risparmio, su proposta formulata dalla Banca d'Italia, *sentita la Consob*» (art. 11 «Raccolta del risparmio», commi 4bis e 4ter Tub); b) alle condizioni indicate dalla Banca d'Italia e *dalla Consob* nell'ambito delle rispettive competenze alle quali è subordinato, per motivi di interesse generale, l'esercizio dell'attività della succursali di banche comunitarie nel territorio della repubblica» (art. 15 «Succursali» comma 3 Tub); c) alla notizia dell'apertura all'estero di succursali di banche italiane che la Banca d'Italia deve trasmettere alla Consob nei casi in cui sia previsto l'esercizio di attività di intermediazione mobiliare (art. 15 «Succursali», comma 5 Tub); d) alla prestazione di servizi in Italia da parte di banche extracomunitarie, laddove è disposto che la Banca d'Italia le autorizza *sentita la Consob* per quanto riguarda l'esercizio di attività di intermediazione mobiliare e che, in quest'ultimo caso, la Banca d'Italia dia notizia alla Consob anche delle comunicazioni ricevute

dall'autorità competente dello Stato di appartenenza della banca extracomunitaria (art. 16 «Libera prestazione di servizi» commi 4 e 5 Tub); e) alle società finanziarie ammesse al mutuo riconoscimento, delle quali la Banca d'Italia deve dare notizia alla Consob nei casi in cui sia previsto l'esercizio di attività di intermediazione mobiliare (art. 18 «Società finanziarie ammesse al mutuo riconoscimento» Tub); f) alle informazioni che la Banca d'Italia è tenuta a comunicare alla Consob relativamente alle partecipazioni al capitale delle banche che interessano società ed enti con titoli quotati (art. 21 «Richiesta di informazioni» Tub), nonché alle ispezioni compiute su di una succursale di banca italiana che opera in uno Stato comunitario a cura delle autorità competenti (art. 54 «Vigilanza ispettiva» Tub); g) ai procedimenti per illecito amministrativo dipendente da reato a carico di una banca del quale il pubblico ministero dà notizia, oltre che alla Banca d'Italia, anche alla Consob con riguardo ai servizi di investimento. Quest'ultima (e la banca d'Italia) potrà, nel corso del procedimento, essere sentita e dovrà, inoltre, fornire informazioni aggiornate sulla situazione della banca per i profili di specifica competenza (art. 97bis «Responsabilità per illecito amministrativo dipendente da reato» Tub); e, infine, h) ai soggetti operanti nel settore finanziario, la cui iscrizione nell'elenco generale tenuto dall'UIC deve essere, da quest'ultimo, comunicata a Banca d'Italia e Consob (art. 106 «Elenco generale» comma 5 Tub) e la cui iscrizione nell'elenco speciale tenuto dalla Banca d'Italia viene decisa dal ministro dell'economia, sentite la stessa Banca d'Italia e la Consob (art. 107 «Elenco speciale» comma 1 Tub).

#### *3.2.4 La Banca d'Italia. Profili istituzionali*

La Banca d'Italia viene istituita con la l. 10 agosto 1893, n. 449 e, nel contesto di riordino degli istituti di emissione esistenti alla fine del 1800, essa nasce dalla fusione tra la Banca Nazionale del Regno,

la Banca nazionale Toscana e la banca Toscana del credito. Da subito, le viene attribuita la facoltà di emissione a quei tempi spettante anche al Banco di Napoli e al Banco di Sicilia, ai quali, però, viene sottratta dal R.d.l. 6 maggio 1926, n. 812 per fare della Banca d'Italia l'unico istituto di emissione italiano<sup>146</sup>.

La successiva evoluzione istituzionale della Banca d'Italia vede alcuni momenti particolarmente significativi:

1. la dichiarazione, a cura della legge bancaria del 1936, di istituto di diritto pubblico. La legge bancaria del 1936 ha avuto, altresì, il merito di disciplinarne l'ordinamento e, ancora oggi, rappresenta la fonte normativa di riferimento in tal senso, unitamente al r.d. 11 giugno 1936, n. 1067 che ne ha approvato lo statuto<sup>147</sup>;
2. il riconoscimento, a seguito del d.l. C.p.S. 691/1947, della titolarità formale delle funzioni di vigilanza sulle banche;
3. l'attribuzione, ad opera dell'art. 20 della l. 10 ottobre 1990, n. 287, della promozione e della tutela della concorrenza nel settore del credito, sentito il parere dell'AGCM;
4. il riordino e l'ampliamento del suo ruolo centrale in ambito di vigilanza sulle banche e sugli intermediari finanziari a seguito dell'emanazione del Testo unico bancario (d.lgs 385/1993);
5. il riconoscimento di funzioni di controllo sotto il profilo del contenimento del rischio e della stabilità patrimoniale sugli intermediari mobiliari, ad opera del Testo unico della finanza (d.lgs 58/1998);
6. la costituzione della Banca centrale Europea (BCE) e del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC), cui dal 1° gennaio 1999 sono trasferiti i poteri di determinazione della politica monetaria della Comunità (art. 105 Trattato di Maastricht, successivamente

---

<sup>146</sup> Cfr. V. MEZZACAPO, *L'indipendenza della Banca d'Italia*, in F. BASSI – F. MERUSI, (a cura di), *Mercati e amministrazioni indipendenti*, Giuffrè, 1993, pp. 31 e ss.

<sup>147</sup> Lo statuto in questione è stato oggetto di modifica a seguito delle novità introdotte dal Trattato di Maastricht in tema di politica monetaria europea e SEBC.



modificato e rinumerato dal Trattato di Amsterdam del 1997)<sup>148</sup>. Dall'appartenenza della banca centrale italiana al sistema del SEBC conseguono due aspetti essenziali. La Banca d'Italia continua a rivestire il ruolo di istituto di emissione di banconote ma, rispetto al passato, svolge questo compito per conto della BCE. Inoltre, come parte del SEBC, contribuisce agli obiettivi di politica monetaria (la cui competenza è rifluita nella BCE) attraverso la presenza del Governatore al Consiglio direttivo della BCE, con l'incarico di adottarne le decisioni<sup>149</sup>.

### 3.2.5 *Le funzioni e i poteri della Banca d'Italia*

Dall'analisi del disegno istituzionale della Banca d'Italia emerge come essa sia titolare di una pluralità di funzioni che ne fanno un'istituzione del tutto peculiare, con riferimento in special modo alla sua qualificazione giuridica di autorità amministrativa indipendente<sup>150</sup>.

Fra le sue molteplici attribuzioni – che spaziano dall'emissione di banconote, alla partecipazione delle linee guida della politica monetaria europea, alla sorveglianza dei sistemi di pagamento, alla vigilanza sul settore bancario e mobiliare e alle competenze in

---

<sup>148</sup> Ai sensi dell'art. 109 del Trattato, gli Stati membri sono tenuti a rendere compatibile la legislazione nazionale e lo statuto della rispettiva Banca centrale con il Trattato e lo statuto del SEBC e della BCE. L'Italia ha ottemperato a tale disposizione con il d.lgs 10 marzo 1998, n. 43 recante disposizioni volte ad adeguare l'ordinamento nazionale nonché mediante il d.P.R. 24 aprile 1998 atto a modificare lo statuto della Banca d'Italia.

<sup>149</sup> Cfr. B. RAGANELLI, *Un'autorità regolatrice con poteri di direzione ed oltre (Banca d'Italia)*, in S. VALENTINI, *Diritto (...)*, op. cit., p. 193.

<sup>150</sup> Non è da tutti condivisa la possibilità di includere la Banca d'Italia tra le autorità amministrative indipendenti. Cfr. P. CIOCCA, *La nuova finanza in Italia*, Utet, 2000, p. 58 e ss, il quale esclude la possibilità di ricondurre la Bdl al modello delle autorità amministrative indipendenti, anzitutto in considerazione delle funzioni di banca centrale e della posizione nel SEBC. L'orientamento della dottrina dominante e della giurisprudenza ritiene, tuttavia, pacifica la soluzione affermativa, in considerazione delle funzioni svolte e del ricorrere dei caratteri principali delle autorità amministrative indipendenti, se pure con alcune peculiarità. Inoltre, si ritiene che il carattere di indipendenza della Banca d'Italia sia stato rafforzato a seguito del suo inserimento nel Sistema europeo di banche centrali (Sebc), ovvero dell'inserimento in uno spazio regolatorio che la colloca in una posizione così lontana e isolata dai referenti politici nazionali da poter essere considerata «un ente federato di un ente federale europeo». Cfr. F. MERUSI, *Le Autorità indipendenti (...)*, in F. MERUSI, *Le leggi (...)*, op. cit., p. 92.

materia di concorrenza –, ai fini del presente studio interessa esaminare anzitutto le funzioni di vigilanza che la Banca d'Italia esercita in relazione alle operazioni più strettamente attinenti al mercato degli strumenti finanziari, e poi il suo ruolo nella disciplina della concorrenza nel settore del credito.

In relazione al primo oggetto di interesse, come, peraltro, si è avuto cura di sottolineare al principio del presente studio, esula da questo studio l'analisi dei poteri rientranti nella vigilanza bancaria, intesa come funzionalità esercitata dalla Banca centrale sulle banche e sugli intermediari finanziari allorquando entrambi compiano operazioni di tipo bancario, mentre vi rientra quella relativa alla vigilanza sugli stessi soggetti, nonché sugli intermediari mobiliari, quando questi assumano il ruolo di operatori del mercato mobiliare. E' una tipologia di vigilanza che, dunque, trova la sua principale fonte normativa nell'ambito del Testo unico della finanza<sup>151</sup>, il quale ne chiarisce preliminarmente all'art. 5 le finalità<sup>152</sup>: «*il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale dei soggetti abilitati*».

Le prime disposizioni si riscontrano nell'ambito della Parte I «Disposizioni comuni», laddove è previsto che la Banca d'Italia: a) stabilisce (con la Consob) i termini e le procedure per l'adozione degli atti e dei provvedimenti di propria competenza (art. 3 «Provvedimenti» Tuf) e b) concorda con le autorità di vigilanza di altri Stati comunitari forme di collaborazione, ivi compresa la ripartizione dei compiti di ciascuna autorità, per l'esercizio della vigilanza su base consolidata nei confronti di gruppi operanti in più paesi (art. 4 «Collaborazione tra autorità e segreto d'ufficio», comma 9 Tuf).

---

<sup>151</sup> Tuttavia, un'importante disposizione di stampo «mobiliare» è collocata proprio nel Testo unico bancario. L'art. 129 «Emissione di valori mobiliari» attribuisce alla Banca d'Italia il compito di individuare (in conformità delle deliberazioni del Cicer) le caratteristiche dei valori mobiliari al sussistere delle quali le emissioni di valori mobiliari nazionali ed esteri di importo non superiore a euro 51.645.689,91 siano liberamente effettuabili, ovvero non soggette a preventiva comunicazione alla Banca d'Italia a cura degli interessati.

Ma è senza dubbio nell'ambito delle Parti II e III del Tuf, dedicate rispettivamente alla disciplina degli intermediari e a quella dei mercati, che si rinvengono le funzioni più incisive e numericamente prevalenti della Banca d'Italia, presentando tali ambiti profili critici di stabilità e adeguatezza patrimoniale. Peraltro, la Bdi esaurisce i poteri che le derivano dal Tuf proprio nella disciplina degli intermediari e dei mercati, non avendo attribuzioni in materia di emittenti di cui alla Parte IV del d.lgs 58/98<sup>153</sup>.

In particolare, per quanto concerne gli interventi di natura regolamentare è stabilito quanto segue.

In materia di intermediari, la Banca d'Italia: a) sentita la Consob, disciplina con regolamento l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento dei rischi, l'organizzazione amministrativa contabile, i controlli interni, le modalità di deposito e sub-deposito degli strumenti finanziari, le regole applicabili agli Oicr (art. 6 «Vigilanza regolamentare» Tuf), potendo in queste stesse materie emanare disposizioni anche di carattere particolare (art. 7 «Interventi sui soggetti abilitati» Tuf); b) determina la nozione di gruppo finanziario, emana disposizioni volte ad individuare l'insieme dei soggetti da sottoporre a vigilanza sul gruppo (art. 11 «Composizione del gruppo» Tuf), e a stabilire le disposizioni di carattere particolare o generale da impartire alla capogruppo, nonché eventuali disposizioni in tema di revisione contabile sulle quotate appartenenti al gruppo (art. 12 «Vigilanza sul gruppo» commi 1 e 4 Tuf); c) in tema di partecipazioni al capitale degli intermediari autorizzati, stabilisce gli estremi per identificare le partecipazioni qualificate, un eventuale termine massimo per il loro acquisto, i soggetti tenuti ad effettuare le comunicazioni delle medesime e le procedure per effettuare la comunicazione (art. 15 «Partecipazioni al capitale» Tuf), i termini entro cui devono essere alienate le partecipazioni eccedenti le soglie partecipative stabilite dal Ministro dell'economia (art. 14 «Requisiti di

---

<sup>153</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina (...), op. cit.*, p. 28.

onorabilità» comma 7 Tuf); d) in tema di operatività transfrontaliera delle Sim, stabilisce con regolamento (sentita la Consob) le norme di attuazioni delle disposizioni comunitarie, le condizioni e le procedure da rispettare affinché le Sim possano operare in Stati membri e quelle per il rilascio alle Sim dell'autorizzazione ad operare in Stati extracomunitari (art. 26 «Succursali e libera prestazione dei servizi» Tuf); d) in tema di gestione collettiva del risparmio, detta con regolamento le attività connesse e strumentali che le Sgr possono svolgere (art. 33 «Attività esercitabili» Tuf), i criteri di redazione del regolamento del fondo comune di investimento e le procedure di fusione tra fondi (art. 36 «Fondi comuni di investimento» Tuf), le condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria (art. 38 «Banca depositaria» Tuf), le procedure e le condizioni per l'operatività all'estero delle Sgr, delle Sgr armonizzate e dell'offerta in Italia di fondi comuni di investimento armonizzati e non (artt. 41 «Operatività all'estero delle Sgr», 41bis «Società di gestione armonizzate», 42 «Offerta in Italia di quote di fondi comuni di investimento armonizzati e non armonizzati» Tuf), le procedure per l'autorizzazione delle Sicav e delle attività connesse e strumentali che esse possono svolgere (art. 43 «Costituzione e attività esercitabili» Tuf).

In materia di mercati, la BdI disciplina (d'intesa con la Consob) l'istituzione ed il funzionamento dei sistemi di indennizzo, garanzia e compensazione (artt. 69 «Compensazione e liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari non derivati» e 70 «Compensazione e garanzia delle operazioni su strumenti finanziari» Tuf).

Per ciò che concerne, invece, i poteri di tipo autorizzativo essi si esplicano attraverso i seguenti interventi.

Relativamente agli intermediari, la Banca d'Italia: a) autorizza l'esercizio dei servizi di investimento da parte delle banche autorizzate in Italia e l'esercizio dei servizi di investimento di cui all'art. 18 comma 3 da parte degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco di cui all'art. 107 del Testo unico bancario (art. 19

«Autorizzazione» comma 4 Tuf); b) autorizza (sentita la Consob) l'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio e di gestione su base individuale di portafogli da parte delle Sgr, le iscrive in un apposito da essa stessa tenuto, ne comunica l'iscrizione alla Consob, approva il regolamento del fondo e le sue variazioni, (artt. 34 «Autorizzazione», 35 «Albo» Tuf); c) autorizza, sentita la Consob, la costituzione delle Sicav art. 43 «Costituzione e attività esercitabili» e le iscrive in apposito albo, comunicandone l'iscrizione alla Consob (art. 44 «Albo» Tuf), ne approva le modifiche dello statuto (art. 47 «Modifiche dello statuto» Tuf) e ne autorizza le fusioni e le scissioni (art. 49 «Fusione e scissione» Tuf).

In tema di mercati, non sussistono poteri autorizzatori riconducibili alla Banca d'Italia.

Per ciò che concerne gli interventi di vigilanza e monitoraggio della Banca d'Italia, essi sono così espletati.

Con riferimento alla disciplina degli intermediari, la Banca d'Italia può, per le materie di sua competenza: a) convocare gli esponenti aziendali dei soggetti abilitati nonché gli organi collegiali (art. 7 «Interventi sui soggetti abilitati» Tuf); b) effettuare ispezioni e richiedere l'esibizioni di documenti ai soggetti abilitati, chiedere alle autorità competenti di uno Stato comunitario o extracomunitario di eseguire ispezioni su soggetti abilitati italiani ovvero eseguire ispezioni su soggetti stranieri operanti in Italia (art. 10 «Vigilanza ispettiva» Tuf); c) richiedere la trasmissione periodica di dati e notizie, nonché effettuare ispezioni presso i soggetti rientranti nella nozione di gruppo finanziario (art. 12 «Vigilanza sul gruppo» comma 3 e 5 Tuf), pronunciare, in caso di inerzia da parte degli organi collegiali del soggetto abilitato, la decadenza per difetto dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali (art. 13, comma 3 Tuf), impugnare la deliberazione adottata con il voto dei partecipanti al capitale in difetto dei requisiti di onorabilità (art. 14 «Requisiti di onorabilità» Tuf), vietare l'acquisto di

partecipazioni qualificate in una Sim, Sgr o sicav (art. 15 «Partecipazione al capitale» Tuf), vietarne o sospendere il relativo diritto di voto (art. 16 «Sospensione del diritto di voto, obbligo di alienazione» Tuf), richiedere informazioni sui soggetti titolari delle medesime («Richiesta di informazioni sulle partecipazioni» Tuf); d) richiedere la comunicazione periodica di dati e notizie agli emittenti di quote di fondi comuni di investimento comunitari e a coloro che ne curano la commercializzazione la comunicazione anche periodica di dati e notizie (art. 42 «Offerta in Italia di quote di fondi comuni di investimento armonizzati e non armonizzati» commi 4 e 8 Tuf); e) ordinare ai soggetti abilitati allo svolgimento dei servizi di investimento che violano le disposizioni loro applicabili di porre fine alle irregolarità (artt. 51 «Provvedimenti ingiuntivi nei confronti di intermediari nazionali ed extracomunitari» e 52 «Provvedimenti ingiuntivi nei confronti di intermediari comunitari» Tuf); f) sospendere, in vi cautelare, l'offerta delle quote di Oicr esteri per violazioni delle disposizioni loro applicabili (art. 54 «Sospensione dell'offerta di quote di Oicr esteri» Tuf); g) dirige la procedura e gli adempimenti connessi all'amministrazione straordinaria e alla liquidazione coatta amministrativa di Sim, Sgr e Sicav (art. 56 «Amministrazione straordinaria» comma 3 e art. 57 «Liquidazione coatta amministrativa» Tuf); h) verifica la copertura dei sistemi di indennizzo da parte di intermediari esteri (art. 60 «Adesione ai sistemi d'indennizzo da parte di intermediari esteri» comma 2 Tuf).

Con riferimento alla disciplina dei mercati, la Banca d'Italia: a) vigila, ferme restando le competenze della Consob e avendo riguardo all'efficienza complessiva del mercato e all'ordinato svolgimento delle negoziazioni, sui mercati all'ingrosso dei titoli di Stato, sulla società di gestione dei medesimi, sui sistemi di compensazione, liquidazione e garanzia (insieme alla Consob), sull'efficienza degli scambi organizzati di fondi interbancari, (artt. 76 «Vigilanza sui mercati all'ingrosso di titoli di Stato», 77 «Vigilanza sui sistemi di

compensazione, liquidazione e garanzia» e 79 «Scambi di fondi interbancari» Tuf).

Esaurita l'analisi dei poteri di vigilanza di taglio "finanziario" della Banca d'Italia, resta da esaminare come e se essa intervenga nella disciplina a tutela della concorrenza nel settore dell'intermediazione finanziaria diversa da quella tipicamente bancaria. In proposito, il riferimento immediato è all'art. 20 «Aziende ed istituti di credito di credito, imprese assicurative (...)» che, di fatto, costituisce il regime regolatore del riparto di competenze per l'applicazione delle norme di tutela della concorrenza per il settore finanziario<sup>154</sup>.

Ai sensi dell'art. 20 «Aziende ed istituti di credito, imprese assicurative (...)» l. 287/90, nei confronti delle aziende ed istituti di credito l'applicazione degli articoli 2, 3, 4 e 6 spetta alla competente autorità di vigilanza (comma 2). I provvedimenti delle autorità sono adottati sentito il parere dell'Agcm (comma 3). L'Agcm può segnalare alle autorità la sussistenza di ipotesi di violazione degli articoli 2 e 3 (comma 6). Infine, allorché l'abuso di posizione dominante, l'intesa o la concentrazione riguardino imprese operanti in settori sottoposti alla vigilanza di più autorità, ciascuna di esse può adottare i provvedimenti di propria competenza (comma 7).

Dal combinato di disposto dei commi 2, 3, 6 e 7 si evince che, se per i settori bancario e assicurativo vigono criteri di ripartizione peculiari delle competenze in tema di concorrenza, in virtù dei quali l'Agcm si vede sostituire, nel primo caso, e affiancare, nel secondo, dalle autorità di vigilanza competenti per settore (rispettivamente Bdl e Isvap), per le altre forme di intermediazione — fra cui quella mobiliare — non opera alcuna eccezione alla disciplina generale della concorrenza e, perciò, la competenza alla sua applicazione resta unicamente affidata all'Agcm. Se vale quanto detto, si può

ulteriormente desumere che il criterio di ripartizione delle competenze adottato dall'art. 20 in ambito finanziario è tipicamente "per mercati", nel senso che l'Autorità di vigilanza creditizia è competente ad applicare la normativa antitrust solo con riferimento a banche che esercitino un'attività bancaria in senso stretto (raccolta del risparmio ed esercizio del credito), laddove in mercati finanziari diversi da quello bancario *strictu sensu*, sui quali pure possono trovarsi ad operare le banche accanto ai soggetti abilitati ai sensi del Tuf, la competenza in materia di antitrust resta affidata esclusivamente all'Agcm. Nonostante le due amministrazioni indipendenti abbiano consacrato un tale orientamento nell'Accordo del 4 marzo 1996<sup>155</sup> e l'Agcm continui ad aderire a questo orientamento originario, la Banca d'Italia ha di recente mutato atteggiamento a riguardo, facendo proprio un criterio di ripartizione delle competenze "per soggetti" e ritendendosi, perciò, competente ad applicare la normativa antitrust anche con riguardo a banche operanti in settori diversi da quello bancario<sup>156</sup>.

### 3.2.6 *L'Isvap. Ordinamento e poteri di vigilanza*

L'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo è stato istituito con la l. 12 agosto 1982, n. 576 recante "Riforma della vigilanza sulle assicurazioni"<sup>157</sup> che, per quanto attiene al profilo organizzativo, rappresenta ancora oggi la fonte normativa di riferimento<sup>158</sup>.

---

<sup>154</sup> Cfr. GHEZZI, MARCHETTI, *L'Agcm e le autorità di vigilanza settoriali: i principi e le procedure di applicazione della l. 287/90 nei settori speciali*, in «Dir. ec.», 1995, n. 1, pp. 165 ss.

<sup>155</sup> V. Bollettino n. 10/1996, p. 117.

<sup>156</sup> Cfr. F. TERRANO, *Armonie e dissonanze tra autorità nell'applicazione della normativa antitrust al comparto creditizio*, in «Banca impresa», 2000, n. 3, p. 474.

<sup>157</sup> G.U. 20 agosto 1982, n. 229.

<sup>158</sup> Precedentemente all'istituzione dell'Isvap, l'esigenza di un controllo pubblico in materia assicurativa inizia a registrarsi solo all'inizio del 1900, a seguito dello sviluppo del settore. In questo periodo, si comprende come il contratto di assicurazione contribuisse, non solo a preservare l'assicurato di fronte al verificarsi di determinati rischi, bensì anche a fornire opportunità di investimento dei capitali raccolti attraverso la riscossione dei premi. L'utilità



In essa è stabilito che l'Isvap è un ente dotato di personalità giuridica di diritto pubblico (al pari della Banca d'Italia e della Consob)<sup>159</sup>, i cui organi sono rappresentati dal Presidente e dal Consiglio di amministrazione<sup>160</sup>. Il Presidente è nominato con decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del Ministro delle attività produttive e previa deliberazione del consiglio dei Ministri. Dura in carica cinque anni e può essere riconfermato una volta sola. Esso presiede il Consiglio di amministrazione e ne attua le deliberazioni. A sua volta, il Consiglio di amministrazione è costituito da sei componenti (oltre al Presidente dell'Isvap), nominati con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, di concerto col Ministro delle attività produttive. I consiglieri durano in carica quattro anni e possono essere confermati per non più di due volte<sup>161</sup>. Il Consiglio delibera lo statuto e le norme generali che governano

---

collettiva ed individuale che ne scaturiva richieste conseguentemente la presenza di un controllo pubblico sull'attività assicurativa, sia per sopperire allo squilibrio del potere negoziale tra le parti, che per garantire la stabilità e la solvibilità dell'assicuratore. Cfr. F. MERUSI – M. PASSARO, *Le autorità (...), op. cit.*, p. 22. E' così che con la l. 4 aprile 1912, n. 305 viene istituito l'INA, Istituto nazionale delle assicurazioni, il quale, attraverso un regime di monopolio nel ramo vita, avrebbe dovuto indirizzare i capitali raccolti attraverso l'esercizio dell'attività assicurativa verso settori di pubblica utilità. In realtà, tale volontà non si è mai realizzata poiché l'Ina non ha mai smesso di operare in regime di concorrenza con le altre imprese operanti nel settore. Le imprese assicurative vengono, allora, assoggettate al controllo del Ministro dell'Industria (nella persona del Ministro e della Direzione generale delle assicurazioni private e di interesse collettivo), le cui decisioni dovevano essere assunte in conformità alle delibere del CIPE. Un tale sistema di competenze resta inalterato fino all'emanazione della l. 576/82. Cfr. R. TITOMANLIO, *Autonomia e indipendenza delle authorities: profili organizzativi*, Giuffrè, 2000, p. 198.

<sup>159</sup> La natura giuridica dell'ente è stata oggetto, in passato, di ampio dibattito. Si sosteneva che esso fosse semplicemente un ente strumentale rispetto al Ministro dell'industria, dato il pregnante potere di indirizzo di quest'ultimo. Nel corso del tempo, a seguito del progressivo ampliarsi dell'autonomia dell'Istituto, lo si è ricondotto senza dubbio alla figura dell'autorità indipendente. Esso, infatti, esercita le proprie funzioni in piena autonomia giuridica, patrimoniale, contabile, organizzativa e gestionale, nel rispetto esclusivo del proprio ordinamento. Cfr. G. SANGIORGIO, voce *Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo*, in «Enc. Giur. Treccani», XVII, Roma, 1995, I, p. 1 ss. La tesi è rafforzata dall'argomentazione che si ricava dalla lettura dell'art. 2 della l. 576/82, laddove i i compiti del Ministro gli sono assegnati in via residuale, disponendo che ad esso spettano i provvedimenti in materia con esclusione di quelli espressamente attribuiti alla competenza dell'Isvap. Cfr. M. NIGRO, *La riforma della vigilanza sulle assicurazioni e la posizione dell'Isvap*, in «Giur. comm.», 1984, I, p. 1043.

<sup>160</sup> E' da segnalare che, al fine di rafforzare l'autonomia contabile dell'Istituto, il d.lgs 373/98 ha soppresso la lettera c), comma 1, art. 9 l. 576/82 che prevedeva quale terzo organo dell'Isvap il collegio dei revisori. Cfr. D. MARCHETTI, *Natura e funzioni dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo*, in «Giur. comm.», 1983, I, p. 626.

<sup>161</sup> Cfr. F. DI FONZO, *L'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (Isvap)*, in S. VALENTINI, (a cura di), *Diritto (...), op. cit.*, p. 248.

l'organizzazione e il funzionamento delle spese, fornisce un parere consultivo al Presidente in ordine alle autorizzazioni all'esercizio dell'attività assicurativa e adotta i provvedimenti sanzionatori concernenti l'esercizio dell'attività delle imprese<sup>162</sup>.

Per ciò che attiene alle funzioni riconosciute all'Istituto, queste erano di portata estremamente limitata sotto la vigenza dell'art. 4 «Funzioni dell'Isvap» della l. 576/82, il quale disponendo che l'Isvap svolge le proprie funzioni di vigilanza «(...) in conformità agli indirizzi fissati dal CIPE e alle direttive del Ministro dell'industria (...)», attribuiva ampi poteri di indirizzo e controllo al CIPE e al Ministro dell'industria, del commercio e dell'artigianato<sup>163</sup>.

Successivamente, numerosi sono gli interventi normativi<sup>164</sup> che incrementano l'autonomia dell'Isvap rispetto ai dettami ministeriali e ne ampliano notevolmente le attribuzioni, non solo in ambito strettamente assicurativo. In questo senso ci si riferisce alla competenza, se pure di natura esclusivamente consultiva, che l'art. 20, comma 4, della l. 287/90 attribuisce all'Isvap nel caso in cui le operazioni in qualche misura lesive della concorrenza coinvolgano imprese assicurative.

L'attuale disciplina del settore assicurativo è contenuta nel d.lgs 7 settembre 2005, n. 209 (Codice delle assicurazioni private)<sup>165</sup>,

---

<sup>162</sup> Cfr. G. MARTINI, *L'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo*, in G.C. di SAN LUCA, (a cura di), *Le autorità indipendenti. Una ricognizione fra problemi e prospettive di sistemazione*, Utet, 2002, p. 77 e ss.

<sup>163</sup> Cfr. G. MANGHETTI, *L'istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo*, in «Dir. ec. Ass.», 2000, I, p. 87 e ss.

<sup>164</sup> Fra i provvedimenti maggiormente significativi si ricordano: la l. 9 gennaio 1991, n. 20, la quale ha disposto la partecipazione dell'Isvap alla determinazione dell'indirizzo amministrativo del settore; il d.p.r. 18 aprile 1994, n. 385, che elimina il potere di direttiva del ministro dell'industria sull'Isvap, trasferendo a quest'ultimo molte attribuzioni in precedenza esercitate attraverso l'adozione di provvedimenti formali del Ministro (ad esempio, l'autorizzazione all'esercizio dell'attività assicurativa); i decreti legislativi 17 marzo 1995, n. 174 e n. 175; il d.lgs 13 ottobre 1998, n. 373, il qual sottrae al Cipe e al Ministro la formulazione e la verifica dello stato di attuazione degli indirizzi di politica assicurativa trasferendoli all'Isvap; il d.lgs 4 agosto 1999, n. 343, con il quale si è avuta la definitiva consacrazione dell'Isvap nell'ambito delle autorità competenti, ponendo l'Istituto al centro di una fitta trama di scambi conoscitivi e di accordi di cooperazione sia a livello nazionale che europeo; la l. 26 maggio 2000, n. 137; i decreti legislativi del 2003 n. 93 del 9 aprile, n. 190 del 30 giugno, n. 307 del 3 novembre. Cfr. F. MERUSI – M. PASSARO, *Le autorità (...), op. cit.*, p. 24.

<sup>165</sup> G.U. 13 ottobre 2005, n. 239, s.o. n. 163.

affiancato dal disposto dell'art. 4 della l. 576/82, così modificato dai decreti succedutisi nel tempo, il quale prevede che l'Isvap svolge le funzioni di vigilanza previste nel Codice delle assicurazioni private, in conformità alla normativa europea in materia assicurativa e nell'ambito delle linee di politica assicurativa determinate dal Governo. Inoltre, si è visto che una previsione normativa che dispone in materia di funzioni dell'Isvap è contenuta anche nell'art. 20 l. 287/90.

Si tratta, in definitiva, di funzioni suddivisibili in due gruppi principali: funzioni di vigilanza sulle imprese e funzioni conoscitive del settore assicurativo<sup>166</sup>, per svolgere le quali l'Isvap mette in campo poteri «di natura autorizzativa, prescrittiva, accertativa, cautelare e repressiva» (art. 5 «Autorità di vigilanza» Cod. ass.).

Per ciò che concerne le prime, esse si sostanziano nel controllo sulla gestione tecnica, finanziaria e patrimoniale, nella verifica dei bilanci, e nella vigilanza sull'osservanza delle leggi e dei regolamenti da parte degli operatori<sup>167</sup>. Oltre che nel ruolo consultivo che l'Isvap svolge in materia di concorrenza<sup>168</sup>.

In merito alle funzioni conoscitive del settore assicurativo, si fa riferimento a quelle attività finalizzate alla conoscenza del settore assicurativo, comprese indagini statistiche e di raccolta di elementi per l'elaborazione delle politiche assicurative<sup>169</sup>.

---

<sup>166</sup> Cfr. C. CARNEVALE, *I poteri dell'Isvap*, in *La riforma della vigilanza sulle assicurazioni e l'istituzione dell'Isvap*, in «Quaderni Cirsa», 1984, n. 15, p. 66 e ss. Vi è, tuttavia, un'ulteriore competenza in materia di concorrenza, laddove l'art. 20 «Aziende ed istituti di credito, imprese di assicurazione e ei settori della radiodiffusione e dell'editoria» della l. 287/90 attribuisce all'Isvap un importante ruolo consultivo, dovendo rilasciare un parere all'AGCM nel caso di provvedimenti che coinvolgono imprese assicurative. I dettagli relativi a questo ruolo sono trattati nell'ambito dell'analisi dedicata alla AGCM.

<sup>167</sup> Questi ultimi sono individuati dall'art. 6 Cod. ass. quali «Destinatari della vigilanza». Ci si riferisce a) alle imprese che esercitano nel territorio della Repubblica attività di assicurazione e riassicurazione in qualsiasi ramo e in qualsiasi forma, ovvero operazioni di capitalizzazione e di gestione di fondi; e b) ai gruppi assicurativi e ai conglomerati finanziari nei quali sono incluse imprese di assicurazione e riassicurazione.

<sup>168</sup> Ai sensi dell'art. 20, comma 4, l. 287/90, «nel caso di operazioni che coinvolgano imprese assicurative, i provvedimenti dell'Agcm sono adottati sentito il parere dell'Isvap, che si pronuncia nel termine di trenta gg dal ricevimento della documentazione, decorso il quale l'Agcm può adottare il provvedimento di sua competenza».

<sup>169</sup> Cfr. F. DI FONZO, *L'Istituto (...)*, in S. VALENTINI, (a cura di), *Diritto (...)*, op. cit., p. 251.

Le funzioni dell'Isvap ed i poteri da essa impiegati per il loro esercizio sono orientati al rispetto delle finalità della vigilanza che l'art. 3 «Finalità della vigilanza» Cod. ass. attribuisce all'Istituto: «La vigilanza ha per scopo la sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione e di riassicurazione (...) la trasparenza e la correttezza dei comportamenti delle imprese, degli intermediari e degli altri operatori del settore assicurativo, avendo riguardo alla stabilità, all'efficienza, alla competitività ed al buon funzionamento del sistema assicurativo, alla tutela degli assicurati (...) e all'informazione e protezione dei consumatori».

Si conferma come, rispetto alla vigilanza sul mercato mobiliare, quella sull'attività assicurativa sia di tipo semi - istituzionale. Un'unica autorità, l'Isvap per l'appunto, cura sia profili attinenti la stabilità patrimoniale che quelli più strettamente riferibili alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti delle istituzioni assicurative, restando tuttavia esclusa da una competenza di portata generale riguardo al profilo della tutela della concorrenza in materia assicurativa. Resta, poi, ferma la collaborazione che l'Istituto è chiamato a promuovere con le altre autorità di vigilanza nazionali, nonché con le autorità degli altri Stati membri, al fine di rendere organica ed omogenea la vigilanza sull'attività assicurativa.

Per ciò che in questo studio interessa, quanto disposto dall'art. 3 va circoscritto essenzialmente ai prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione, ovvero a quelle polizze e a quelle operazioni rientranti nelle classi III, V e VI del ramo assicurativo "vita" di cui all'art. 2 «Classificazione» del Cod. ass.

Particolare attenzione è rivolta alle polizze della classe III, le quali consistono in assicurazioni le cui prestazioni principali sono direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi interni (c.d. polizze *unit linked*) ovvero a indici o ad altri valori di riferimento (c.d. polizze *index linked*). Il carattere "finanziario" che contraddistingue questi prodotti

è, dunque, legato al fatto che consentono all'assicurato di rendere proficuo il capitale versato sotto forma di premio, tanto da spingere la dottrina prevalente ad argomentare, in proposito, di contratti assicurativi stipulati anche *lucranda causa*, a differenza degli ordinari contratti assicurativi stipulati solo *securum causa*<sup>170</sup>.

### 3.2.7 La Covip

La Covip (Commissione di vigilanza sui fondi pensione) è stata istituita dal d.lgs 21 aprile 1993, n. 124, recante disciplina delle forme pensionistiche complementari. L'ordinamento ed il funzionamento della Commissione sono poi stati rivisitati con successivi interventi di modifica del d.lgs 124/93, culminati nell'adozione del d.lgs 5 dicembre 2005, n. 252 che rappresenta, oggi, la disciplina di riferimento delle forme pensionistiche complementari<sup>171</sup>.

Ai sensi del comma 2, art. 18 «Vigilanza sulle forme pensionistiche complementari» d.lgs 252/05, la Commissione è istituita con lo scopo di perseguire la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione delle forme pensionistiche complementari, avendo riguardo alla tutela degli iscritti e dei beneficiari e al buon funzionamento del sistema di previdenza complementare. Il Ministero del lavoro vigila sulla Covip ed esercita l'alta vigilanza sul settore della previdenza complementare mediante l'adozione, di concerto con il Ministero dell'economia, di direttive generali alla Covip, volte a determinare le linee di indirizzo in materia di previdenza complementare (comma 1).

La Covip ha personalità giuridica di diritto pubblico. E' un organo collegiale, composto da un Presidente e da quattro membri. La loro nomina avviene con deliberazione del Consiglio dei ministri,

---

<sup>170</sup> Cfr. MOLINARI, *Il prodotto misto assicurativo-finanziario*, in «Resp. civ. prev.», 1992, I, p. 297.

su proposta del Ministro del lavoro, di concerto con il Ministro dell'economia. Essi durano in carica quattro anni e possono essere confermati una sola volta.

In ordine al proprio funzionamento e alla propria organizzazione, la Covip delibera con appositi regolamenti, sottoposti alla verifica di legittimità del Ministro del lavoro di concerto con il Ministro dell'economia.

I compiti assegnati alla Covip sono previsti nell'art. 19 «Compiti della Covip» del d.lgs 252/05. Si tratta essenzialmente di funzioni di vigilanza (autorizzazione all'esercizio dell'attività, tenuta dell'albo, determinazione della consistenza patrimoniale dei fondi, regole concernenti la trasparenza delle condizioni contrattuali, controllo sulla gestione tecnica, finanziaria e patrimoniale, modalità di offerta al pubblico delle forme pensionistiche) e di funzioni di analisi e ricerca (analisi e previsioni sull'andamento dell'attività previdenziale e proposte di modifica legislativa e regolamentare).

Per ciò che ai fini di questo studio interessa, è interessante evidenziare che nel disciplinare l'offerta al pubblico delle forme pensionistiche complementari, la Covip deve tenere presenti le disposizioni in materia di sollecitazione del pubblico risparmio di cui al Tuf, nonostante i detti fondi non rientrino nell'assetto normativo del d.lgs 58/98. Inoltre, analogamente a quanto detto in relazione all'Isvap, si conferma come la vigilanza sulle forme pensionistiche complementari sia di tipo semi – istituzionale: un'unica autorità, la Covip, vigila contemporaneamente sulla stabilità patrimoniale e sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti dei fondi ma non anche sui profili della concorrenza, assegnati in via esclusiva all'Agcm.

---

<sup>171</sup> Cfr. G. FORESTIERI, P. MOTTURA, *Il sistema (...), op. cit.*, p. 60.

### 3.2.8 L'Autorità garante della concorrenza e del mercato

La disciplina a tutela della concorrenza e del mercato si è affermata in ambito europeo solo nella seconda metà del 1900 (sull'esempio statunitense risalente ben al 1890), attraverso le previsioni dei Trattati comunitari. L'Italia, in particolare, giunge alla formulazione di una regolazione *antitrust* solo nel 1990, peraltro a seguito dell'obbligatorio recepimento delle disposizioni comunitarie, con l'approvazione della l. 10 ottobre 1990, n. 287 recante norme per la tutela della concorrenza e del mercato<sup>172</sup>.

Ai sensi dell'art. 10, comma 2, l. 287/90, l'Agcm agisce «in piena autonomia e con indipendenza di giudizio e di valutazione» rispetto, si intende, al potere esecutivo e agli altri poteri dello Stato. Ciò fa sì che essa rientri nella categoria delle autorità indipendenti<sup>173</sup>.

Sempre dallo stesso articolo si evince la composizione organica dell'Agcm.

Essa è un organo collegiale costituito dal Presidente e da quattro membri, nominati con determinazione adottata d'intesa dai

---

<sup>172</sup> La disciplina *antitrust* italiana presuppone un collegamento tra ambito nazionale e ambito comunitario di tipo discendente, a differenza di ciò che accade nelle normative relative alla maggior parte delle altre autorità indipendenti, per le quali tale collegamento è di tipo ascendente (l'esempio più evidente in tal senso è rappresentato dal collegamento tra le banche centrali dei vari Stati membri e la Banca centrale europea, laddove è quest'ultima a rappresentare la trasposizione a livello comunitario dell'esperienza delle banche centrali nazionali). L'Agcm è nata, infatti, sulla scia dell'esperienza del diritto comunitario, tanto che la l. 287/90 riprende quasi fedelmente le disposizioni contenute nei trattati istitutivi della Cee e della Ceca. Cfr. M. S. SPOLIDORO, *La disciplina antitrust in Italia*, in «Riv. soc.», 1990, p. 1282 e ss. In questa stessa direzione, l'art. 54 «Cooperazione con la Commissione delle Comunità europee in materia di concorrenza» della legge comunitaria per il 1994 (l. 6 febbraio 1994 n. 52) ha formalmente introdotto la diretta applicabilità della normativa europea volta alla tutela della concorrenza a cura dell'AGCM, tramutando quest'ultima in organo periferico dell'esecutivo comunitario. Cfr. D. CENA, *La legge comunitaria del 1994 e ruolo dell'AGCM nell'applicazione delle norme antitrust comunitarie*, in «Contratto impresa/Europa», 1996, n. 4, p. 922 e ss. L'art. 54 ha, però, dato vita a problematiche scaturenti dalla ripartizione fra i casi di competenza dell'esecutivo comunitario e quelli di competenza dell'AGCM, che dovrebbero risolversi in chiave di un maggior rafforzamento del ruolo delle autorità nazionali, ottimizzando l'applicazione decentrata della politica comunitaria della concorrenza. A risolvere la questione è intervenuto il regolamento del Consiglio dell'Unione n. 1/2003, il quale ha introdotto il c.d. sistema di eccezione legale che consente alle AGCM nazionali una completa autonomia gestionale della normativa europea antitrust di loro competenza, pur continuando le norme in materia ad essere stabilite a livello centrale. Cfr. M. E. PIZZI CAROLI, *L'applicazione della disciplina comunitaria della concorrenza da parte dell'AGCM*, in «Dir. com. scambi int.», 2001, n. 3, p. 615.

Presidenti della Camera e del Senato. I membri sono nominati per sette anni e non possono essere confermati. L'Agcm delibera le norme concernenti la propria organizzazione e il proprio funzionamento, quelle concernenti il trattamento giuridico ed economico del personale nonché quelle dirette a disciplinare la gestione delle spese.

Per ciò che concerne i poteri di cui è titolare l'Agcm, il loro nucleo centrale è rappresentato dai poteri di accertamento e qualificazione di fatti, atti e comportamenti (in termini di liceità o illiceità) in relazione alle fattispecie di intese restrittive della libertà di concorrenza, di abuso di posizione dominante, di operazioni di concentrazione e di pubblicità ingannevole, nonché dai poteri di adozione di misure sanzionatorie (pecuniarie) e ripristinatorie conseguenti<sup>174</sup>.

Ai fini del presente studio, l'attenzione è rivolta alla configurazione che i poteri e le fattispecie sopra ricordati assumono in relazione a soggetti operanti nel mercato mobiliare, nonché alle imprese assicurative, quando queste offrono prodotti assicurativi di tipo "finanziario". Peraltro, considerazioni approfondite in tal senso (e alle quali si rinvia) sono già state formulate nell'analizzare il ruolo della BdI e dell'Isvap nel settore della tutela della concorrenza.

Ulteriori poteri attribuiti all'Autorità garante sono di natura consultiva e di segnalazione. I primi si sostanziano in pareri emanati di propria iniziativa o richiesti dal presidente del Consiglio dei

---

<sup>173</sup> Cfr. G. MAZZEI, *Economia di mercato e diritti soggettivi nella evoluzione del diritto antitrust*, Esi, 2004, p. 239.

<sup>174</sup> Cfr. M. CLARICH, *Autorità indipendenti*, Il Mulino, 2005, p. 96; Si tratta, in definitiva, di poteri connessi ad un'attività tipicamente di «aggiudicazione» (adjudication), affatto diversa da quella posta in essere dal giudice civile o penale chiamato a qualificare e sussumere una fattispecie concreta in una fattispecie normativa, in vista della commistione di una sanzione o dell'emanazione di altro tipo di pronuncia. Questi poteri vanno contrapposti a quelli di «regolazione» (*rulemaking*) che connotano, invece, il ruolo delle altre autorità indipendenti e che la l. 287/90 non attribuisce all'Autorità garante. Nell'applicare tutti i poteri suelencati, l'Agcm deve attenersi a criteri generali tra cui la tipicità, l'adeguata motivazione degli atti emanati e l'economicità della propria azione. Cfr. M. RASELLI, *Alcune note intorno ai concetti di giurisdizione e amministrazione*, Giuffrè, 1977, pp. 3 - 4; L. BENVENUTO, *I poteri (...)*, cit., p. 559; M. LIBERTINI, *Il ruolo del giudice nell'applicazione del diritto antitrust*, in «Giur. comm.», 1998, I, p. 650.



ministri in ordine ad iniziative legislative o regolamentari che producono effetti sull'assetto concorrenziale del mercato (art. 22 l. 287/90). I secondi riguardano il potere di segnalare al Parlamento e al Governo le situazioni discorsive della concorrenza derivanti da norme di legge o di regolamento o da provvedimenti amministrativi generali suggerendo, se del caso, i possibili rimedi (art. 21 l. 287/90).

### **3.3 Le disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari: la legge 29 dicembre 2005, n. 262**

La l. 28 dicembre 2005, n. 262 recante «*Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*»<sup>175</sup> rappresenta (come già ricordato) l'atto finale di un lungo *iter* normativo iniziato fin dal 2001 e che ha riguardato, con differente intensità di contenuti e di interventi, sia l'assetto strutturale e funzionale delle autorità indipendenti in campo finanziario che gli strumenti più strettamente correlati alla tutela del risparmio (disciplina degli intermediari ed egli emittenti) in termini di *trasparency*.

Quest'ultima rappresenta l'area che, da una visione d'insieme (introduttiva) del provvedimento, risulta maggiormente innovata, con un incremento "verso l'alto" dell'incisività delle relative disposizioni, soprattutto in tema di società emittenti.

In tale direzione, la legge 262/05 affronta senz'altro i temi della *corporate governance*, della trasparenza societaria, della revisione contabile e delle società estere controllate da *companies* nazionali<sup>176</sup>,

---

<sup>175</sup> G. U. 28 dicembre 2005, n. 301.

<sup>176</sup> L'attenzione posta a questi temi è in sintonia con le tendenze della legislazione comunitaria. Al fine di realizzare un unico mercato finanziario europeo la Commissione, con il Piano d'azione predisposto nel 2003, si è proposta di ammodernare il diritto societario europeo e migliorare la amministrazione delle società, soprattutto di quelle quotate. Alcune misure sono state attuate. Altre sono in fase di realizzazione avanzata. Sono stati introdotti nuovi e più estesi obblighi di informazione al mercato da parte delle società quotate (Direttiva 2004/109); l'esigenza di migliorare l'informazione sugli strumenti finanziari offerti al pubblico e la loro comparabilità è stata soddisfatta con la nuova direttiva sui prospetti (Direttiva 2003/71); un'efficace prevenzione e gestione dei conflitti di interesse degli intermediari, adeguate regole di comportamento nei confronti dei clienti, nuove articolazioni dei canali distributivi sono promosse, e a volte imposte, dalla direttiva sui mercati degli

rafforzando contestualmente e necessariamente i poteri e le attribuzioni della Consob, quale agenzia primariamente deputata alla trasparenza del mercato finanziario<sup>177</sup>. Tuttavia, alla capillarità delle questioni considerate non corrisponde un contenuto concreto delle norme. Questo passaggio è, infatti, ampiamente demandato al Governo e/o alle Autorità di vigilanza, attraverso l'ampio ricorso allo strumento della delega (v. Tabella)<sup>178</sup>.

---

strumenti finanziari (Direttiva MIFID, 2004/39); è stata recentemente approvata una nuova direttiva che rafforza l'indipendenza e l'affidabilità dei revisori contabili. Cfr. P. CIOCCA, *Memoria sulla legge a tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari presentata al CNEL*, Banca d'Italia, 7 giugno 2006, p. 3.

<sup>177</sup> Cfr. R. SABBATINI, *Il riordino dei mercati mette la Consob in pole position*, in J. DEL BO, G. DI DONFRANCESCO, *Risparmio: guida pratica alla nuova legge*, Gli speciali de Il Sole 24 ore, 12 gennaio 2006, p. 2.

<sup>178</sup> Nei quarantaquattro articoli di cui si compone, la legge 262 rimanda a circa trentacinque tra decreti legislativi, regolamenti e DPR. Solo la Consob è chiamata ad una ventina di interventi. Cfr. G. DI DONFRANCESCO, *In lista d'attesa restano 35 provvedimenti*, in J. DEL BO, G. DI DONFRANCESCO, *Risparmio (...)*, cit., p. 3. Si critica aspramente il ricorso massiccio, all'interno della legge, alla delega, peraltro con linee guida prive di contenuto precettivo e tali da far sorgere il sospetto che il legislatore sia poco interessato alle future sorti del contenuto concreto delle relative discipline che ne conseguiranno. Cfr. G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in «Riv. soc.», 2006, n. 1, p. 22.

**Tabella . Le disposizioni che rimandano a provvedimenti attuativi della Consob**

ARTICOLO	CONTENUTO	Provvedimento attuativo
<b>COLLEGIO SINDACALE DELLE SPA</b>		
2, comma 1	Norme per l'elezione di un componente del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza	Regolamento Consob
“	Limiti al cumulo degli incarichi che possono essere assunti dai componenti degli organi di controllo delle società	“
<b>SOCIETA' CHE CONTROLLANO SOCIETA' ESTERE</b>		
6, comma 1	Criteri in base ai quali le quotate italiane possono controllare società in Stati che non garantiscano la trasparenza societaria	“
“	Disposizioni per l'attuazione della disciplina dei rapporti con società estere aventi sede legale in Stati che non garantiscono la trasparenza societaria	“
<b>TRASPARENZA</b>		
14, comma 1	Criteri generali minimi ai quali i soggetti abilitati devono attenersi per classificare il grado di rischio dei prodotti finanziari	“
“	Disciplina del neo istituito albo unico dei promotori	“
“	Criteri di trasparenza contabile, di adeguatezza della struttura organizzativa e dei sistemi di controllo interno delle società controllate regolate da leggi di Stati extra UE	“
“	Disposizioni su fusioni tra società quotate e non quotate	“
“	Obblighi di informazione e rendicontazione dei prodotti di finanza etica	“
“	Modalità e termini per riesame periodico informazioni al pubblico	“
“	Forme di pubblicità dei codici di comportamento	“
“	Modello per attestazione dell'adeguatezza del bilancio	“
16, comma 1	Informazioni sui piani di attribuzione di azioni ad esponenti aziendali, dipendenti e collaboratori	“
<i>REVISIONE DEI CONTI</i>		
18, comma 1	Criteri generali per determinare compenso e trasmettere delibere di conferimento e revoca incarico revisori contabili	“
“	Incompatibilità per società di revisione	“
“	Principi e criteri da adottare per revisione contabile	“

Fonte: *Ns rielaborazione G. DI DONFRANCESCO, In lista (...), cit.*

In ogni caso è meritevole la previsione, in ordine ai procedimenti per l'adozione di atti regolamentari demandati alle Autorità di Vigilanza, di motivare le scelte di regolazione e di «*valutarne gli impatti sul sistema*», del principio di proporzionalità delle misure,

dell'obbligo di consultazione dei destinatari e della revisione periodica della normativa. Tutte misure che, in definitiva, favoriscono l'efficienza nell'attività di regolazione e l'efficacia delle soluzioni previste<sup>179</sup>.

Per ciò che concerne l'impatto della legge in tema di *Authorities*, gli aspetti che più risaltano sono (a parte il potenziamento della Consob nei termini ricordati) riconducibili alla riformulazione della ripartizione di competenze nel settore dell'*antitrust* bancario, nonché ad alcune "migrazioni" di competenze tra gli organi deputati al controllo di assicurazioni e fondi pensione. Le nuove procedure di nomina e durata (ridotta da otto a sei anni, con una sola possibilità di rinnovo) del Governatore della Banca d'Italia fanno da sfondo al quadro così delineatosi<sup>180</sup>.

Ai fini della portata innovativa della norma, poco significativi risultano infine la previsione di peculiari forme di coordinamento nell'attività delle differenti autorità (artt. 20 e 21), la possibilità delle Autorità di avvalersi dell'ausilio del Corpo della Guardia di Finanza (art. 22)<sup>181</sup>, e la previsione dell'istituzione di una "Commissione per la tutela del risparmio" (3° comma, art. 30), alle dirette dipendenze funzionali del Presidente del Consiglio dei Ministri. In quest'ultimo caso, si tratta di un figura organizzatoria le cui funzioni risultano non chiaramente determinate<sup>182</sup>.

---

<sup>179</sup> Cfr. L. PANZANI, *Le linee guida della riforma della tutela del risparmio, Introduzione al dibattito*, in «Società», 2005, n. 3, p. 278.

<sup>180</sup> Cfr. G. ROSSI, *La legge (...)*, p. 22. F. MERUSI, *Diritto contro economia. Resistenze all'innovazione nella legge sulla tutela del risparmio*, in «Banca impresa», 2006, n. 1, p. 17, sostiene che, in conclusione, «la legge sulla tutela del risparmio elude il problema dell'idoneità dell'attuale assetto della vigilanza sul mercato finanziario diviso tra BdI e Consob (...); non è una legge di riforma per adeguare l'ordinamento italiano al cambiamento economico comunitario, bensì uno dei tanti esempi di resistenza istituzionale all'innovazione economica».

<sup>181</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Quali regole, quale autorità di vigilanza per l'ordinamento finanziario italiano*, in «Mondo bancario», 2006, n. 2, p. 57.

<sup>182</sup> In verità, la specificazione delle funzioni che dovranno essere determinate dal Governo in via deregolamentata sembra poterle attribuire un ruolo "giustiziale" simile a quello di organismi ugualmente operanti in ambito finanziario come l'Ombudsman. Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Crisi (...), cit.*, p. 174.

### 3.3.1 I progetti di riforma che hanno condotto all'approvazione finale della l. 262/05: una rassegna "cronologica"

Sembra opportuno procedere alla ricognizione, se pure senza pretesa di completezza, dei principali progetti di legge che hanno preceduto il nuovo disegno normativo, di modo da verificare se la scelte ultima del Parlamento rappresenta una sostanziale conferma degli indirizzi emersi nel corso del tempo o se, al contrario, essa si è discostata significativamente dai medesimi.

Un primo gruppo di progetti (2001-2002) si colloca nel quadro più generale di riforma delle autorità indipendenti e, per questa via, arriva ad occuparsi anche delle autorità di vigilanza sul mercato finanziario<sup>183</sup>.

Vi rientrano<sup>184</sup>:

- il *progetto di legge Bielli del 30 maggio 2001 (Atto Camera **121**)*. Il progetto contiene una serie di norme generali per le Autorità che tutelano interessi di rilievo costituzionale e che operano senza vincoli di dipendenza dal Governo. Le norme in questione regolano in modo uniforme le modalità di nomina e revoca dei componenti, i loro requisiti, la durata, l'autonomia contabile, organizzativa ed amministrativa delle autorità, le funzioni amministrative e i poteri delle medesime;
- il *progetto di legge Letta del 29 novembre 2001 (Atto Camera **2052**)*. Sempre in quadro più generale di uniformità normativa delle Autorità, il progetto prevede che la designazione governativa delle nomine sia subordinata a un parere vincolante, espressa a maggioranza dei due terzi, di un'apposita Commissione parlamentare per la liberalizzazione e la regolazione, appositamente costituita;

<sup>183</sup> Cfr. R. COSTI, *L'assetto della vigilanza sul mercato finanziario nei progetti di riforma*, in «Giur. comm.», 2004, n. 5, p. 1045.

<sup>184</sup> Si veda G. D. MOSCO, *I progetti di legge in materia di Autorità indipendenti*, in «Analisi giur. econ.», 2002, n. 2, p. 575-579.

- il *progetto di legge Tabacci del 24 gennaio 2002 (Atto Camera 2224)*. Esso, rispetto ai due che lo precedono, prevede una radicale riorganizzazione del sistema delle autorità, qualificate in tre gruppi: 1) Autorità di garanzia e tutela di diritti costituzionalmente protetti; 2) Autorità di regolazione nei servizi pubblici di rete; 3) Autorità di vigilanza e di controllo sugli intermediari finanziari e sul mercato di Borsa. In quest'ultimo gruppo vengono, ovviamente, inserite la Consob e, inoltre, una nuova "Autorità di vigilanza sui mercati finanziari". Per ciò che concerne le funzioni, alla Consob restano tutte le competenze ad essa attribuite dal Tuf, ad eccezione di quelle previste negli artt. 5 e 12 relativi alla vigilanza sugli intermediari mobiliari. Quest'ultima funzione, unitamente al controllo anche sugli intermediari del settore creditizio e assicurativo, in precedenza di competenza della Bdl, dell'Isvap e della Covip vengono attribuite all'Autorità di nuova istituzione<sup>185</sup>. Nelle disposizioni finali del progetto si prevede, inoltre, la soppressione dell'Isvap e della Covip, nonché l'abrogazione dell'art. 20 della l. 287/90 in modo da restituire all'Agcm la competenza in materia di concorrenza per quanto concerne il settore bancario.

Un secondo gruppo di progetti (2003-2005) ha, invece, come specifico e principale obiettivo la disciplina delle autorità preposte al mercato finanziario.

Di particolare rilievo sono<sup>186</sup>:

- la *proposta di legge Fassino del 27 gennaio 2004 (Atto Camera n. 4639)* recante «Disposizioni per la tutela del risparmio e in materia di vigilanza». La proposta in oggetto costituisce l'esempio più organico di intervento in materia di assetti di vigilanza tra

---

<sup>185</sup> Osserva giustamente R. COSTI, *L'assetto (...), cit.*, che riguardo a questa proposta non è facile comprendere quale sia il criterio adottato per distribuire le competenze. Sembrerebbe che si tratti del modello per finalità: alla Consob la trasparenza e la correttezza; alla nuova Autorità i controlli di stabilità. Ma il criterio risulta applicato parzialmente se si considera che la nuova Autorità conserverebbe comunque in controllo di trasparenza sui prodotti bancari, assicurativi e previdenziali.

quelli sottoposti al Parlamento. Ispirandosi ad un approccio “per finalità”, esso trasferisce alla Banca d’Italia tutti i controlli di stabilità e alla Consob tutti quelli di trasparenza spettanti, in precedenza, a Covip, Isvap e UIC. Attribuisce, inoltre, all’Agcm le competenze antitrust del settore bancario, mantenendo tuttavia in capo alla Bdi il poter di vietare le operazioni di concentrazione che possano pregiudicare la stabilità delle banche coinvolte. Di grande rilievo sono altri due interventi radicali del progetto in esame. Ci si riferisce all’eliminazione delle competenze che il Tub attribuisce al Ministro dell’economia ed alla soppressione del CICR, trasferendo le competenze dell’uno e dell’altro alla Banca d’Italia. Al fine di garantire il coordinamento fra le varie autorità e la responsabilità delle medesime, il progetto prevede l’istituzione di: a) un Comitato di coordinamento della vigilanza sui mercati finanziari, al quale partecipano i presidenti delle tre Autorità e due membri nominati dal Parlamento; b) una Commissione parlamentare per i rapporti con le autorità indipendenti; c) un comitato di consultazione composto da membri nominati dalle associazioni degli intermediari, con funzioni consultive nell’elaborazione di norme secondarie di vigilanza;

· *il disegno di legge Tremonti del 16 febbraio 2004 (Atto Camera n. 4705) recante «Interventi per la tutela del risparmio».* Il disegno di legge parte da una constatazione di fondo<sup>187</sup>: l’assenza, nell’ambito delle agenzie dedite alla vigilanza in campo finanziario, di un’*Authority* esplicitamente dedicata alla «tutela del risparmio in tutte le sue forme» di cui all’art. 47 Cost. Per ovviare a tale lacuna, si prevede anzitutto la trasformazione della Consob nella “Autorità per la tutela del risparmio”, la quale oltre a conservare tutte le competenze della “vecchia” Consob, assume anche i poteri della Bdi in materia di trasparenza dei contratti bancari, di raccolta del

---

<sup>186</sup> *Ibidem.*

risparmio non bancario (art. 11 TUB), di obbligazioni bancarie (art. 12 TUB) e di controllo delle emissioni di valori mobiliari (art. 129 TUB). Vengono mantenute in vita la Covip e l'Isvap con i rispettivi poteri. Per quanto concerne la concorrenza nel mercato bancario, la titolarità del relativo potere, per quanto concerne le concentrazioni, viene attribuita congiuntamente alla Bdi e all'Agcm, che devono con atto unico assumere congiuntamente ogni decisione. Il progetto prevede, infine, la costituzione di un Comitato permanente di coordinamento fra le autorità, un rafforzamento delle funzioni del CICR, che estende le proprie competenze anche al mercato mobiliare; e la costituzione di una Commissione parlamentare delle cui indicazioni deve tenere conto la nuova Autorità;

- la *proposta di legge Letta del 25 febbraio 2004 (Atto Camera n. 4747)* recante l'«Istituzione del Sistema di tutela del risparmio». Tale sistema consiste, sinteticamente, nella previsione di un assetto di vigilanza a “tre teste”: Bdi, competente per la stabilità degli intermediari, anche assicurativi e previdenziali; la costituenda “Autorità per la trasparenza e il corretto funzionamento dei mercati finanziari”, competente proprio in ambito di trasparenza e correttezza dei comportamenti sulla totalità degli intermediari e Agcm, competente per la concorrenza ma tenuta a richiedere il parere della Bdi per provvedimenti che abbiano riflessi sulla stabilità delle banche. Evidentemente, Isvap e Covip vengono soppressi. E' istituito infine un Comitato di coordinamento tra le autorità del sistema e un Fondo di garanzia per gli investitori e i risparmiatori;
- la proposta di legge 4747/04 apre la strada, nel marzo del 2004, ad una fase di lavori parlamentari nella quale si cerca di predisporre un testo unificato dei vari progetti, il quale viene

---

<sup>187</sup> Cfr. L. PROIETTI, F. SANTOBONI, A. VINCIONI, *La vigilanza dei sistemi finanziari nell'area del SEBC. Le recenti tendenze evolutive*, in «Banche banchieri», 2006, n. 1, p. 19.



presentato in data 5 maggio 2004 (dopo una prima versione, subito abbandonata, del 6 aprile). Si tratta del *disegno di legge recante «Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari»*<sup>188</sup>. Il disegno di legge assume alla base del sistema di vigilanza italiano il modello per finalità nella sua forma più pura. Esso, infatti, attribuisce alla nuova “Autorità per i mercati finanziari (AMEF)” - che succede alla Consob - tutti i controlli di trasparenza (siano essi relativi a intermediari bancari, mobiliari, assicurativi o previdenziali) ma, ancora più importante, le viene attribuito un nuovo obiettivo consistente nell’*«assicurazione della tutela del risparmio, degli investimenti e della fiducia del mercato»*<sup>189</sup>; alla Banca d’Italia sono attribuiti i controlli di stabilità, altrettanto onnicomprensivi sotto il profilo della natura degli intermediari vigilati; e all’Agcm quelli inerenti alla concorrenza. Vengono soppressi l’Isvap e la Covip, pur se si continua a dare rilevanza alla peculiarità delle imprese assicurative e previdenziali attraverso la costituzione di un Comitato consultivo per le assicurazioni e uno per i fondi, i quali devono esprimere parer obbligatorio, ma non vincolante, sui provvedimenti generali di Banca d’Italia Amef nelle rispettive materie. Viene soppresso, altresì, l’UIC, le competenze sono trasferite alla Banca d’Italia, ferma restando la possibilità di istituire un Agenzia per l’investigazione finanziaria sottoposta alla vigilanza del Ministero dell’Economia con competenze in materia di prevenzione e contrasto della criminalità economica e di riciclaggio. Il coordinamento delle autorità è affidato ad un

---

<sup>188</sup> Ddl 2436, 4563, 4551, 4586, 4622, 4639, 4705, 4746 e 4747/C – Proposta di testo unificato presentato dai relatori il 4 maggio 2004.

<sup>189</sup> Si è scelto, così, di identificare in modo netto la missione della nuova Autorità, nel principio generale della tutela del risparmio, al quale si è voluta attribuire una propria importanza, differenziata da quella ricoperta e riconosciuta all’investitore. Si immagina che la *ratio* alla base di una tale scelta possa ricondursi al desiderio di conferire alla nuova Autorità una maggiore autorevolezza, che possa fungere da deterrente a comportamenti fraudolenti degli operatori. Cfr. E. PAGNONI, (commento a cura di), *Le novità contenute nel d.d.l. per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, in «Società», 2004, n. 7, p. 907.

Comitato dalle stesse istituito. Il Ddl in esame affronta in modo diretto e per la prima la spinosa questione inerente il procedimento di nomina del Governatore della Bdl e della sua carica “a vita”. Nell’art. 24 «Nomina e durata della carica del Governatore della Bdl» si stabilisce che esso sia nominato attraverso un complesso meccanismo che vede coinvolti il Consiglio superiore della Banca d’Italia e il Governo e che richiede, altresì, il parere favorevole della medesima Commissione. Si prevede poi che la durata in carica del Governatore, non rinnovabile, sia di otto anni<sup>190</sup>;

infine, dopo una battuta d’arresto di quasi un anno, *il disegno di legge del 04 marzo 2005* (Atto n. **3328**), approvato dalla Camera dei Deputati il 3 marzo 2005, in un testo risultante dall’unificazione di tutti i precedenti disegni di legge in materia presentati alla Camera. Assegnato alle commissioni 6<sup>a</sup> (Finanza) e 10<sup>a</sup> (Industria) che lo esaminano in sedi riunite il 16 e 21 marzo del 2005, il disegno di legge approda nuovamente alla Camera con atto n. **2436 B** del 12 ottobre 2005 recante «Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari», per poi sfociare finalmente nell’atto n. **3328 B** del 22 dicembre 2005 che, esaminato in aula e approvato il 23 dicembre 2005, dà forma alla **1. 28 dicembre 2005, n. 262** recante «Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari».

Nell’*iter* parlamentare che ha condotto all’adozione della 1. 262/05 sopra sinteticamente esposto, il tema degli assetti della

---

<sup>190</sup> Pur manifestando in linea di principio ampio consenso riguardo all’assetto introdotto dal Ddl in esame, da più parti si sono espresse ampie riserve sui troppo frequenti trasferimenti di competenze in esso operati. Cfr. P. SCHLESINGER, *La riforma delle tutele del risparmio. Il progetto del Governo*, in «Corr. giur.», 2004, n. 3, p. 286. In particolare, all’AMEF non sono assegnati poteri ad hoc per la tutela del risparmio bensì sono trasferiti i poteri della Consob, della Bdl, dell’Isvap e della Covip. Dal punto di vista del diritto amministrativo, questa soluzione è un esercizio di nominalismo. Raggruppando in modo diverso poteri già esistenti ma singolarmente insufficienti per tutelare il risparmio, non si assicura una tutela maggiore. La nuova aggregazione non permette di conseguire un surplus di potere. Cfr. S. CASSESE, *Vigilanza del mercato finanziario o vigilanza sulle autorità di controllo del mercato finanziario?*, in *La tutela del risparmio*, in «Bancaria», 2004, n. 7/8, p. 54. Ulteriori dubbi

regolamentazione e della vigilanza ha subito un deciso “cambio di rotta” rispetto a quanto disposto nei precedenti provvedimenti. Nello specifico, nella l. 262/05 non trova compiutezza<sup>191</sup> il tentativo di dare vita ad un modello integrale di vigilanza per funzioni, così come emerso nel disegno di legge del 5 maggio 2004, attraverso l’assegnazione dei compiti propri di Isvap e Covip alle autorità rispettivamente competenti in materia di stabilità (BdI) e trasparenza (Amef).

### *3.3.2 La struttura della l. 262/05 e le principali caratteristiche della riforma riguardanti le Autorità di vigilanza e la ripartizione dei rispettivi poteri*

La legge 28 dicembre 2005, n. 262 si compone di sei Titoli.

Il Titolo I «Modifiche alla disciplina delle società per azioni» si suddivide in tre Capi. Il Capo I concerne gli «Organi di amministrazione e di controllo» e comprende gli articoli 1 «Nomina e requisiti degli amministratori», 2 «Collegio sindacale e organi corrispondenti nei modelli dualistico e monistico» e 3 «Azione di responsabilità». Il Capo II riguarda «Altre disposizioni a tutela delle minoranze» e comprende gli articoli 4 «Delega di voto» e 5 «Integrazione dell’ordine del giorno dell’assemblea». Il Capo III attiene alla «Disciplina delle società estere» e comprende gli articoli 6 «Trasparenza delle società estere» e 7 «Modifiche al d.lgs 17 maggio 1999, n. 153».

Il Titolo II «Disposizioni in materia di conflitti d’interessi e disciplina delle attività finanziarie» si suddivide in tre Capi. Il Capo I

---

suscita la tendenza a rimpiazzare gli organi soppressi attraverso le figure dei Comitati, mantenendo, in definitiva, lo *status quo* se pur sotto nuove spoglie.

<sup>191</sup> Sul punto la normativa si presta, ovviamente, al rischio di aspre critiche in quanto conserva l’apparato autoritativo esistente e, dunque, consente che il riconoscimento di specifici poteri di vigilanza avvenga ancora in base ad un riparto di competenze che fa riferimento ai soggetti più che alle funzioni. In tal senso, cfr. F. CAPRIGLIONE, *Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio*, in «Banca borsa», 2006, n. 2, p. 172.

è relativo alle «Disposizioni in materia di conflitto di interessi» e comprende gli articoli 8 «Concessione di credito in favore di azionisti e obbligazioni degli esponenti bancari», 9 «Conflitti di interessi nella gestione dei patrimoni di organismi d'investimento collettivo del risparmio e di prodotti assicurativi e previdenziali nonché nella gestione di portafogli su base individuale» e 10 «Conflitti di interessi nella prestazione dei servizi di investimento». Il Capo II «Disposizioni in materia di circolazione degli strumenti finanziari» comprende gli articoli 11 «Circolazione in Italia di strumenti finanziari collocati presso investitori professionali e obblighi informativi» e 12 «Attuazione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE». Infine, il Capo III «Altre disposizioni in materia di servizi bancari, tutela degli investitori, disciplina dei promotori finanziari e dei mercati regolamentati e informazione societaria» comprende gli articoli 13 «Pubblicità del tasso effettivo globale medio degli interessi praticati dalle banche e dagli intermediari finanziari», 14 «Modifiche al testo unico della finanza», 15 «Responsabilità dei dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari», 16 «Informazione al mercato in materia di attribuzione di azioni a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori» e 17 «Disposizioni in materia di mediatori creditizi».

Il Titolo III «Disposizioni in materia di revisione dei conti» comprende unicamente l'articolo 18 «Modifiche alla disciplina relativa alla revisione dei conti».

Il Titolo IV «Disposizioni concernenti le autorità di vigilanza» si compone di tre Capi. Il Capo I riguarda i «Principi di organizzazione e rapporti fra le autorità» e comprende gli articoli 19 «Banca d'Italia», 20 «Coordinamento dell'attività delle autorità», 21 «collaborazione fra le autorità» e 22 «Collaborazione da parte del corpo della guardia di

finanza». Il Capo II attiene alle «Disposizioni generali sui procedimenti di competenza delle autorità» e comprende gli articoli 23 «Procedimenti per l'adozione di atti regolamentari e generali» e 24 «Procedimenti per l'adozione di provvedimenti individuali». Il Capo III «Disposizioni relative all'organizzazione e alle competenze delle autorità» comprende gli articoli 25 «Competenze in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali delle banche, degli intermediari finanziari, delle assicurazioni e dei fondi pensione», 26 «Trasferimento di funzioni ministeriali e poteri sanzionatori», 27 «Procedure di conciliazione e di arbitrato, sistema di indennizzo e fondo di garanzia per risparmiatori e gli investitori», 28 «Disposizioni in materia di personale della Consob» e 29 «Risoluzione delle controversie in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari».

Il Titolo V «Modifiche alla disciplina in materia di sanzioni penali e amministrative» contiene gli articoli dal 30 al 40. L'articolo 30 disciplina le «False comunicazioni sociali»; il 31 l'«Omessa comunicazione del conflitto d'interessi»; il 32 il «Ricorso abusivo al credito» il 33 l'«Istituzione del reato di mendacio bancario»; il 34 il «Falso in prospetto»; il 35 la «Falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni delle società di revisione»; il 36 le «False comunicazioni circa l'applicazione delle regole previste nei codici di comportamento delle società quotate»; il 37 l'«Omessa comunicazione degli incarichi di componenti di organi di amministrazione e controllo»; il 38 le «Abusive attività finanziarie»; il 39 l'«Aumento delle sanzioni penali e amministrative» e il 40 le «Sanzioni accessorie».

Infine, il Titolo VI «Disposizioni transitorie e finali» comprende gli articoli 41 «Soppressione della commissione permanente per la vigilanza sull'Istituto di emissione e sulla circolazione dei biglietti di banca», 42 «Termine per gli adempimenti previsti dalla presente legge», 43 «Delega al governo per il coordinamento legislativo» e 44 «Procedura per l'esercizio delle deleghe legislative».

Considerati i (più volte ricordati) fini del presente studio, sembrerebbe che oggetto di analisi debba essere il solo Titolo IV della l. 262/05, poiché concernente più direttamente disposizioni in tema di autorità di vigilanza. In realtà, l'estensione dell'esame della normativa è ben più ampia, dovendo tener conto delle numerose disposizioni, contenute variamente negli altri Titoli della l. 262/05, che presentano nuove implicazioni circa la vigilanza su intermediari (non solo mobiliari), emittenti e mercati regolamentati. Dalle stesse disposizioni emerge un decisivo "allargamento" delle competenze regolamentari della Consob - se paragonate a quelle spettanti secondo il disegno normativo antecedente all'entrata in vigore della l. 262/05 -, soprattutto in tema di trasparenza e correttezza dei comportamenti, se pure relativi in alcuni casi ad intermediari più vicini alla tipica attività bancaria, assicurativa e previdenziale<sup>192</sup>. Emerge, altresì, una differente ripartizione delle competenze in materia di antitrust fra Banca d'Italia e Agcm, nonché fra i Ministeri competenti in materia di assicurazione e previdenza e, rispettivamente, l'Isvap e la Covip. Un ultimo aspetto conseguente all'adozione della l. 262/05 e che tocca il campo delle autorità è rappresentato dalla profonda modifica dell'assetto istituzionale e della *governance* della Banca d'Italia, soprattutto con riferimento alla nomina del Governatore. Si tratta, tuttavia, di questioni che solo trasversalmente interessano la tutela dei risparmiatori quale fine ultimo della riforma.

Gran parte dell'analisi che segue è rivolta proprio ad indagare la natura dei nuovi poteri della Consob e delle altre autorità di vigilanza.

---

<sup>192</sup> Come si vedrà, alla Consob spetta emanare regolamenti attuativi in circa venti aree della legge in oggetto. Fra le più significative: rappresentanza delle minoranze nei collegi sindacali art. 148 Tuf); richiesta di comunicazioni *price sensitive* /art. 114 Tuf); definizione dei criteri per i compensi ai revisori (art. 159 Tuf); pubblicità sui piani di stock option (art. 114-bis); etc. Cfr. S. CIANFEROTTI, L. LAPUCCI, S. PAOLINI, (a cura di), *La nuova normativa in materia di tutela del risparmio e disciplina dei mercati finanziari*, in «Quaderno n. 10 Studi e note di economia», 2005, p. 17.

Come si è già anticipato al principio del capitolo, l'esito di una tale indagine dimostra che il sistema italiano di regolamentazione finanziaria continua ad essere di tipi misto poiché, nonostante il trasferimento di attività operate dalla l. 262/05 al fine di sistematizzare le competenze delle varie autorità "per funzione", permangono duplicazioni di compiti per analoghe materie e prassi decisionali che, spesso senza una reale necessità, richiedono intese tra differenti autorità.

Date le numerose incongruenze ed incompletezze della riforma, è già intervenuto uno schema di decreto legislativo di attuazione della delega contenuta nell'art. 43 della l. 262/05 finalizzato ad apportare ulteriori modifiche al Tuf, al Tub e alle altre leggi speciali che rientrano nell'ambito della regolamentazione finanziaria necessarie per il coordinamento e la razionalizzazione delle varie disposizioni. Come ha tenuto a sottolineare il Ministro dell'Economia Padoa Schioppa, *«il riassetto realizzato con la l. 262/05 è stato solo parziale ed è ancora bisognoso di miglioramenti, a cominciare dalla necessità di applicare con piena coerenza il criterio della divisione dei poteri per finalità (...) Tre autorità di controllo sono sufficienti per l'esercizio della vigilanza sui mercati finanziari e ciò implicherà la redistribuzione per finalità delle attuali competenze di Isvap e Covip»*<sup>193</sup>.

Le principali rettifiche apportate dallo schema correttivo riconducibili alle competenze in ambito di vigilanza verranno segnalate opportunamente nell'affrontare le disposizioni alle quali afferiscono.

### 3.3.3 Il potenziamento del ruolo della Consob

---

<sup>193</sup> Cfr. I. BUFACCHI, *Il risparmio inciampa sul Cicr*, in «Il Sole», sabato 5 agosto 2006, n. 213, p. 2.

L'ampliamento dei poteri della Consob ad opera della l. 262/05 è da ricondurre ad un intervento riformatore compiuto lungo tre linee guida principali:

1. modifica di disposizioni del Testo unico della finanza attinenti al ruolo regolamentare, sanzionatorio e di vigilanza svolto dalla Consob e dalla Banca d'Italia su intermediari, mercati ed emittenti;
2. modifica di disposizioni del Testo unico bancario, della disciplina delle assicurazioni e di quella dei fondi pensione riguardanti le competenze della Consob in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali;
3. previsione di poteri della Consob nell'ambito di specifiche normative indicate dalla 262/05 e a cui il Governo è chiamato a dare attuazione.

Lasciando per ultima l'analisi di cui al punto *sub 1)*, sembra opportuno concentrare l'attenzione subito ai punti *sub 2)* e *3)*.

#### *3.3.2.1 Competenze della Consob in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali*

Relativamente al punto *sub 2)*, il riferimento principale è all'articolo 25 «Competenze in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali delle banche, degli intermediari finanziari, delle assicurazioni e dei fondi pensione», Capo III «Disposizioni relative all'organizzazione e alle competenze delle autorità», Titolo IV «Disposizioni concernenti le autorità di vigilanza», l. 262/05.

Esso incide sulla ripartizione, fra le diverse autorità di vigilanza di settore, delle competenze in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali delle banche, degli intermediari finanziari, delle imprese di assicurazione e dei fondi pensione, con un coinvolgimento della Consob in provvedimenti precedentemente di



competenza della sola Banca d'Italia, dell'Isvap o del solo Ministro de tesoro.

Relativamente ai contratti bancari, è ora previsto che, «*d'intesa con la Consob*», la Banca d'Italia prescriva il contenuto tipico di contratti o titoli aventi una particolare denominazione (art. 117 «Contratti» Tub, comma 8) ed eserciti il potere di proposta nei confronti del Cicer relativamente ad una serie di deliberazioni attinenti la trasparenza delle condizioni contrattuali (art. 127 «Regole generali» Tub, comma 3). Inoltre, si prescrive che riguardo al collocamento dei titoli di Stato e alla fissazione dei criteri relativi alle commissioni e alla trasparenza dei rendimenti da essi conseguenti, il Ministro del Tesoro debba ora disporre sentite la Banca d'Italia e «*la Consob*» (art. 116 «Pubblicità» Tub, comma 2). Esclusivamente alla Banca d'Italia continuano a competere, invece, i poteri di vigilanza informativa ed ispettiva finalizzati a verificare il rispetto delle prescrizioni stabilite in tema di trasparenza delle condizioni contrattuali poiché l'art. 128 «Controlli» che li affida alla sola Banca d'Italia non è stato oggetto di modifica da parte dell'art. 25 l. 262/05.

Anche in materia di polizze assicurative nei rami vita di cui all'art. 2 del d.lgs 7 settembre 2005, n. 209 si riscontra un ruolo attribuito ex novo alla Consob. E' stabilito che, nel determinare con regolamento le informazioni supplementari necessarie alla piena comprensione delle caratteristiche essenziali del contratto assicurativo (con particolare riguardo ai costi e ai rischi), l'Isvap operi «*d'intesa con la Consob*».

Contrariamente a quanto appena detto relativamente agli ambiti bancario e assicurativo, la Consob resta sostanzialmente esclusa da una diretta competenza in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti in ambito di previdenza complementare. Il comma 3 dell'art. 25 in esame ribadisce infatti che l'esercizio della medesima resta in capo alla Covip. Tuttavia, dovendo la Covip esercitare le proprie funzioni compatibilmente con le disposizioni dettate in tema

di sollecitazione del pubblico risparmio, sembra riemergere un ruolo seppure mediato della Consob, laddove si tenga presente che le disposizioni dettate in tema di trasparenza nella sollecitazione al pubblico risparmio sono di competenza primaria proprio della Consob<sup>194</sup>.

### 3.3.2.2 *Il ruolo della Consob nelle deleghe legislative per la tutela dei risparmiatori*

In relazione al punto *sub* 3), ci si riferisce in particolare ai decreti legislativi rivolti a:

- a) disciplinare i conflitti di interessi nella gestione collettiva degli OICR, dei prodotti assicurativi e previdenziali e nella gestione di portafogli su base individuale di portafogli di investimento<sup>195</sup>. Il potere di dettare le disposizioni di attuazione della disciplina governativa sui conflitti di interessi va attribuito alla Consob che opererà d'intesa con la Banca d'Italia per ciò che riguarda gli OICR. Sempre alla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, va attribuito il potere di irrogare le sanzioni amministrative e pecuniarie in caso di violazione delle norme governative;
- b) dare attuazione alla Direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari<sup>196</sup>. I decreti governativi che daranno attuazione alla normativa comunitaria sul prospetto dovranno individuare nella Consob l'Autorità nazionale competente in materia, prevedendo la facoltà per quest'ultima di stipulare

---

<sup>194</sup> *Ibidem*, p. 56.

<sup>195</sup> Cfr. lett. g), h) e i), art. 9 «Conflitti di interessi nella gestione dei patrimoni di OICR e di prodotti assicurativi e previdenziali nonché nella gestione di portafogli su base individuale», Capo I «Disposizioni in materia di conflitti di interessi», Titolo II «Disposizioni in materia di conflitti di interessi e disciplina delle attività finanziarie» l. 262/05.

<sup>196</sup> Cfr. art. 12 «Attuazione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE», Capo II «Disposizioni in materia di circolazione degli strumenti finanziari»,

accordi di collaborazione con la Banca d'Italia, laddove sia necessario per assicurare l'efficienza del procedimento di approvazione del prospetto. La Consob potrà individuare con regolamento i casi di offerta cui non si applica l'obbligo di pubblicare un prospetto e prevedere il diritto dell'investitore di revocare la propria accettazione entro un termine non inferiore a due giorni lavorativi, prevedendo inoltre la responsabilità dell'intermediario che ha effettuato il collocamento in presenza di informazioni false o di omissioni idonee ad influenzare le decisioni di investimento. Con regolamento, la Consob potrà individuare i casi particolari che richiederanno, tra l'altro, la pubblicazione del prospetto in lingue differenti da quella italiana e in forma elettronica. Alla Consob bisognerà altresì attribuire il potere sanzionatorio in caso di violazioni della disciplina sul prospetto.

- c) istituire procedure di conciliazione e di arbitrato e di un sistema di indennizzo in favore di investitori e risparmiatori in materia di servizi di investimento<sup>197</sup>. A tal fine, alla Consob bisognerà attribuire il potere di emanare disposizioni regolamentari attuative dei relativi decreti. A questi ultimi è richiesto di disciplinare l'istituzione di un fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori, la cui gestione andrà attribuita alla Consob. La Consob dovrà altresì essere legittimata ad agire in giudizio, in rappresentanza del fondo, per la tutela dei diritti dei risparmiatori.

### *3.3.2.3 I nuovi poteri della Consob introdotti nel Testo unico della finanza*

---

Titolo II «Disposizioni in materia di conflitti di interessi e disciplina delle attività finanziarie» l. 262/05.

<sup>197</sup> Cfr. art. 27 «Procedure di conciliazione e di arbitrato, sistema di indennizzo e fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori», Capo III «Disposizioni relative all'organizzazione e alle competenze delle autorità», Titolo IV «Disposizioni concernenti le autorità di vigilanza» l. 262/05.

Si procede, adesso, all'esposizione delle novità introdotte dalla l. 262/05 in relazione al punto sub 1).

Nell'ambito della disciplina degli intermediari, e con particolare riferimento alle regole che devono ordinare lo svolgimento dei servizi di investimento, si è assistito:

- a) all'introduzione ex novo dell'art. 25-bis «Prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione»<sup>198</sup>, il qual estende a tali prodotti l'applicazione degli articoli 21 e 23 relativi rispettivamente ai criteri generali e ai contratti. In relazione a tali prodotti e al fine di garantire la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, la Consob è autorizzata ad esercitare sui soggetti abilitati e sulle imprese di assicurazione i poteri di vigilanza regolamentare, ispettiva ed informativa disciplinati nel Tuf (comma 2). Gli organi di gestione e di controllo delle imprese di assicurazione (delle società da essa controllate e di quelle che la controllano) nonché le società incaricate della loro revisione contabile devono informare senza indugio la Consob di tutti gli atti o i fatti che possano costituire una violazione delle norme ivi previste (commi 3 e 4). Infine, la Consob e l'Isvap devono comunicarsi reciprocamente le ispezioni da ciascuna disposte sulle imprese di assicurazione e possono chiedere l'una all'altra di svolgere accertamenti su aspetti di propria competenza (comma 6).
- b) alla lettera a) del comma 1 dell'art. 21 «Criteri generali»<sup>199</sup> si aggiunge una disposizione secondo la quale la Consob definisce

---

<sup>198</sup> Cfr. art. 11 «Circolazione in Italia di strumenti finanziari collocati presso investitori professionali e obblighi informativi», Capo II «Disposizioni in materia di circolazione degli strumenti finanziari», Titolo II «Disposizioni in materia di conflitti di interessi e disciplina delle attività finanziarie» l. 262/05. Sembra opportuno segnalare che lo schema di decreto correttivo alla l. 262/05, nel momento in cui si scrive all'esame della Camera, prevede un esplicito inserimento dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione fra le definizioni di cui al comma 1, dell'art. 1, del Testo unico della finanza. Infatti, la lettera c), comma 1, art. 3 «Modifiche al Testo unico della finanza» dello schema in questione prevede che, dopo la lettera w) del comma 1 dell'art. 1 Tuf la lettera x), sia inserita la lettera x), la quale definisce tali prodotti come «le polizze e le operazioni di cui ai rami vita III, V e VI di cui all'art. 2, comma 1, del d.lgs 7 settembre 2005, n. 209(Codice delle assicurazioni)».

<sup>199</sup> Cfr. art. 14 «Modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria», Capo III «Altre disposizioni in materia di servizi bancari, tutela degli investitori,

con regolamento i criteri generali minimi in base ai quali i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento classificano il grado di rischiosità dei prodotti finanziari e delle gestioni di portafogli di investimento.

- c) all'art. 31 «Promotori finanziari» il nuovo comma 4<sup>200</sup> relativo all'istituzione dell'Albo unico dei promotori finanziari ne assegna la tenuta ad un organismo costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei promotori e dei soggetti abilitati, laddove nella versione precedente della disposizione in esame avvalersi di un tale organismo rappresentava per la Consob solo una facoltà eventuale. L'organismo opera comunque nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti con regolamento dalla Consob (commi 4 e 6).

Per quanto riguarda la disciplina dei mercati, le principali innovazioni hanno determinato un maggior potere di intervento della Consob rispetto all'autonomia regolamentare delle società di gestione dei mercati. L'art. 62 «Regolamento del mercato» attiene all'organizzazione e alla gestione del mercato attraverso regole e criteri contenuti nel regolamento di mercato. Esso, fra l'altro, deve determinare le condizioni e le modalità di ammissione, esclusione e sospensione di strumenti finanziari e di operatori dalle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani. Ebbene, il comma 3-*bis* *ivi* introdotto dalla l. 262/05 attribuisce alla Consob il compito di dettare con proprio regolamento alcuni criteri di dettaglio rispetto a quanto genericamente indicato nel regolamento del mercato. Si tratta, in particolare, di stabilire criteri di trasparenza contabile e di adeguatezza organizzativa e del sistema dei controlli interni che le società non appartenenti all'UE devono rispettare affinché le società che le controllano possano essere ammesse alle negoziazioni; si tratta inoltre dei medesimi criteri che anche le società finanziarie il

---

disciplina dei promotori finanziari e dei mercati regolamentati e informazione societaria», Titolo II «Disposizioni in materia di conflitti di interessi e disciplina delle attività finanziarie».

cui patrimonio sia costituito esclusivamente da partecipazioni devono rispettare affinché possano essere ammesse alle negoziazioni. Nel comma 1 dell'art. 64 «Organizzazione e funzionamento del mercato» è stato previsto che la società di gestione del mercato debba comunicare alla Consob tutte le sue decisioni in merito all'ammissione, all'esclusione o alla sospensione di strumenti finanziari ed operatori dal mercato. La Consob, entro cinque giorni dal ricevimento di tali comunicazioni, può richiedere alla Sgm la comunicazione di informazioni ulteriori oppure vietare l'esecuzione delle decisioni allorquando ritenga che le stesse violino le finalità della vigilanza sui mercati di cui all'art. 74 «Vigilanza sui mercati» ovvero trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori (comma 1-bis, introdotto ex novo). Ancora alla Consob spetta disporre l'ammissione, l'esclusione e la sospensione dalle negoziazioni in un mercato di strumenti finanziari emessi dalla Sgm che quel mercato gestisce (comma 1-ter, introdotto ex novo). In quest'ultimo caso, il regolamento dovrà riportare le disposizioni relative a tali strumenti e la Consob vigilerà anche sul rispetto delle medesime (comma 1-bis art. 74, introdotto ex novo)<sup>201</sup>.

Infine, nell'ambito della disciplina degli emittenti si riscontrano i più numerosi interventi riformatori praticati dalla l. 262/05 per rinforzare il ruolo e le funzioni della Consob<sup>202</sup>.

---

<sup>200</sup> *Ibidem*.

<sup>201</sup> Cfr. art. 14 «Modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria», Capo III «Altre disposizioni in materia di servizi bancari, tutela degli investitori, disciplina dei promotori finanziari e dei mercati regolamentati e informazione societaria», Titolo II «Disposizioni in materia di conflitti di interessi e disciplina delle attività finanziarie» l. 262/05.

<sup>202</sup> Cfr.: l'art. 2 «Collegio sindacale e organi corrispondenti nei modelli dualistico e monistico», Capo I «Organi di amministrazione e controllo», Titolo I «Modifiche alla disciplina delle società per azioni» l. 262/05 che ha modificato l'art. 148 e introdotto ex novo l'art. 148-bis; l'art. 6 «Trasparenza delle società estere», Capo III «Disciplina delle società estere», Titolo I cit. ha introdotto ex novo la sezione VI-bis; nel Capo III «Altre disposizioni in materia di servizi bancari, tutela degli investitori, disciplina dei promotori finanziari e dei mercati regolamentati e informazione societaria», Titolo II «Disposizioni in materia di conflitti di interessi e disciplina delle attività finanziarie», l'art. 14 «Modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria» ha modificato l'art. 94 e introdotto ex novo gli articoli 117-bis, 117-ter, 118-bis e la sezione I-bis dopo l'art. 124 e l'art. 16 «Informazione al mercato in materia di attribuzione di azioni a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori» ha introdotto ex novo l'art. 114-bis; l'art. 18 «Modifiche in

- 
- a) all'art. 94 «Obblighi degli offerenti» è aggiunto (*ex novo*) il comma 5-*bis* che assegna alla Consob il compito di determinare quali strumenti o prodotti finanziari oggetto di sollecitazione all'investimento devono avere un contenuto tipico determinato.
- b) ai sensi dell'art. 100-*bis* introdotto *ex novo* nel Tuf, la Consob ha competenza a stabilire le informazioni che dovranno essere riportate nel documento informativo da consegnare agli acquirenti allorquando l'intermediario trasferisce prodotti finanziari inizialmente rivolti a soli investitori professionali e vuole essere esentato dal dovere di rispondere della solvenza dell'emittente degli stessi prodotti.
- c) il nuovo comma 5 dell'art. 114 «Comunicazioni al pubblico» rispetto alla precedente disposizione stabilisce in modo più generalizzato le modalità, le notizie ed i documenti che la Consob può richiedere siano resi pubblici per l'informazione del pubblico.
- d) e' inserito *ex novo* l'art. 114-*bis* «Informazione al mercato in materia di attribuzione di azioni a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori», ai sensi del quale spetta alla Consob con proprio regolamento definire le informazioni che devono essere fornite in relazione ai piani di compensi basati su azioni o strumenti finanziari a favore di componenti del CdA ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori della società ovvero di società controllate e controllanti, nonché le cautele volte ad evitare che i piani inducano comportamenti contrastanti con l'interesse della società (comma 3).
- e) sono inseriti *ex novo*, gli artt.: 117-*bis* «Fusioni fra società con azioni quotate e società con azioni non quotate», il quale affida alla Consob di stabilire con proprio regolamento specifiche disposizioni relative alle operazioni di fusioni ivi disciplinate (comma 2); 117-*ter* «Disposizioni in materia di finanza etica», il quale stabilisce che

---

materia di revisione dei conti», Titolo III «Disposizioni in materia di revisione dei conti» ha modificato gli artt. 159, 160, 161, 162, 163 e introdotto *ex novo* l'art. 165-*bis*.

la Consob determini con proprio regolamento gli specifici obblighi di informazione e di rendicontazione cui sono tenuti i soggetti abilitati e le imprese di assicurazione che promuovono prodotti e servizi qualificati come etici o socialmente responsabili (comma 1); 118-*bis* «Riesame delle informazioni fornite al pubblico», secondo cui la Consob stabilisce con regolamento modalità e termini per il riesame periodico delle informazioni comunicate al pubblico (comma 1);

- f) e' inserita *ex novo* la sezione I-*bis* «Informazioni sull'adesione a codici di comportamento», dopo l'articolo 124. Essa si compone di due articoli, l'art. 124-*bis* «Obblighi di informazione» e l'art. 124-*ter* «Vigilanza sull'informazione relativa ai codici di comportamento», ai sensi dei quali la Consob stabilisce i termini e le modalità attraverso cui le società quotate debbono diffondere annualmente informazioni sull'adesione a codici di comportamento delle società di gestione del mercato o di associazioni di categoria, nonché le forme di pubblicità cui sono sottoposti i detti codici. La Consob vigila altresì sul rispetto degli obblighi pubblicitari e in caso di violazioni irroga le relative sanzioni.
- g) ai sensi del nuovo disposto del comma dell'art. 139 «Requisiti del committente», la Consob ha il dovere di stabilire (mentre prima si trattava solo di una facoltà) i requisiti del committente in caso di sollecitazione per la raccolta delle deleghe di voto.
- h) la precedente disposizione del comma 2 dell'art. 148 «Composizione» attribuiva all'atto costitutivo la fissazione di una clausola necessaria ad assicurare la nomina, in seno al collegio sindacale, di un membro della minoranza. Ora è la Consob che con proprio regolamento stabilisce le modalità per tale elezione. Inoltre, in caso di inerzia da parte del CdA (o dell'assemblea, nelle società organizzate secondo il sistema dualistico/monistico), essa può dichiarare la decadenza dalla carica in caso di difetto dei



requisiti necessari, su richiesta di qualsiasi soggetto interessato o qualora abbia avuto notizia dell'esistenza della causa (comma 4-*quater*). I requisiti di onorabilità e di professionalità dei membri del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza e del comitato per il controllo sulla gestione sono stabiliti con regolamento adottato dal Ministro di Grazia e giustizia, di concerto col Ministro dell'economia, sentite la Consob, la Banca d'Italia e l'Isvap (comma 4).

- i) l'art. 148-*bis* «Limiti al cumulo degli incarichi» è stato introdotto *ex novo* dalla l. 262/05. Esso affida alla Consob, con proprio regolamento, la fissazione di limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo che i componenti degli organi di controllo delle società quotate e di quelle emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante possono assumere presso le società di capitali di cui al Libro V del C.c. (comma 1). A tal fine, i componenti di tali organi devono informare la Consob degli incarichi che assumono, di modo che essa possa, al raggiungimento del numero massimo previsto nel regolamento, dichiararne la decadenza (comma 2).
- j) e' inserita *ex novo* la sezione V-*bis* «Redazione dei documenti contabili societari», dopo l'articolo 154. Essa si compone dell'art. 154-*bis* «Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari», ai sensi del quale stabilisce con regolamento il modello mediante cui gli organi e il dirigente preposti alla redazione dei documenti contabili societari devono attestare con apposita relazione allegata al bilancio di determinate procedure amministrative (comma 5).
- k) l'art. 159 «Conferimento e revoca dell'incarico» è stato riformulato nel senso di una più penetrante competenza della Consob in tema di assegnazione e revoca dell'incarico di revisione del bilancio. Le deliberazioni dell'assemblea con le quali si assegna e revoca l'incarico alla società di revisione devono essere trasmesse alla

Consob, la quale entro 20 gironi dalla data di ricevimento può vietare l'esecuzione della prima qualora accerti l'esistenza di una causa di incompatibilità o rilevi che la società cui ha assegnato l'incarico non è tecnicamente idonea ad esercitarlo e vietare l'esecuzione della seconda se rileva la mancanza di una giusta causa (comma 5). Essa stabilisce, inoltre, con regolamento i criteri generali per la determinazione del corrispettivo, la documentazione da inviare unitamente alle deliberazioni di nomina/revoca, modalità e termini per l'adozione e la comunicazione agli interessati dei provvedimenti da essa assunti (comma 7).

- l) nel comma 1 dell'art. 160 «Incompatibilità» si stabilisce che sia la Consob, con proprio regolamento, a fissare le situazioni di incompatibilità con l'incarico di revisore. Nella precedente versione dello stesso articolo, la competenza spettava all'iniziativa regolamentare del Ministro di grazia e giustizia, al quale la Consob rilasciava unicamente un parere. Con il medesimo regolamento la Consob individua anche i criteri per stabilire l'appartenenza di un'entità alla rete di una società di revisione, comprendente le società che controllano la società di revisione, che sono da essa controllate, ad essa collegate o sottoposte con essa a comune controllo (comma 1-*bis*).
- m) il nuovo comma 4 dell'art. 161 «Albo speciale delle società di revisione» interviene a correggere la mancata indicazione, nel vecchio disposto, del soggetto o ente a cui spettasse stabilire l'ammontare della garanzia o della copertura assicurativa che la società di revisione deve stipulare per la copertura dei rischi derivanti dall'esercizio dell'attività di revisione contabile, assegnandone la competenza alla Consob.
- n) il nuovo disposto dell'art. 162 «Vigilanza sulle società di revisione» circoscrive temporalmente il ruolo di vigilanza ivi assegnatole, prevedendo che il controllo sull'indipendenza e sull'idoneità

tecnica della società e dei responsabili della revisione debba avvenire periodicamente, e almeno ogni tre anni (comma 1)<sup>203</sup>, e che le vengano comunicati i nomi dei responsabili della revisione entro dieci giorni dalla data in cui vengono designati (comma 3-bis).

- o) l'art. 163 «Provvedimenti della Consob» amplia i poteri di intervento della Consob ivi previsti allorquando questa accerta irregolarità nello svolgimento dell'attività di revisione, consentendole di applicare alla società una sanzione amministrativa pecuniaria e di revocare gli incarichi (comma 1)<sup>204</sup>. Ai sensi della nuova lettera c-bis) del comma 2, essa può ora disporre la cancellazione dall'albo, oltre che nei casi già indicati, anche qualora la società di revisione violi il divieto di conferire la rappresentanza in assemblea ai membri degli organi amministrativi o di controllo, ai dipendenti della società stessa o di quelle da essa controllate di cui all'art. 2372 «Rappresentanza nell'assemblea» quinto comma C.c. In tutti i casi, la Consob comunica i nomi dei soci e dei dipendenti responsabili al Ministro di grazia e giustizia il quale ne dispone la cancellazione dall'albo dei revisori contabili.
- p) all'at. 165 «Revisione contabile dei gruppi» è inserito *ex novo* il comma 1-bis ai sensi del quale la Consob ha diritto di essere informata, a cura della società incaricata della revisione della

---

<sup>203</sup> Si ricorda che ai sensi del nuovo comma 2 dell'articolo in esame, la Consob nell'esercizio della vigilanza:

- a) stabilisce, sentito il parere del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti, principi e criteri da adottare per la revisione contabile, anche in relazione alla tipologia della struttura societaria da sottoporre a revisione;
- b) richiedere la comunicazione, anche periodica, di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti, fissando i relativi termini;
- c) eseguire ispezioni e assumere notizie e chiarimenti da soci, amministratori, membri dell'organo di controllo e dirigenti della società.

<sup>204</sup> La Consob può, inoltre, come già previsto in precedenza dal comma in esame:

- a) intimare alla società di non avvalersi nell'attività di revisione per un periodo non superiore a cinque anni del responsabile cui sono ascrivibili le irregolarità;
- b) vietare alla società di accettare nuovi incarichi di revisione per un periodo non superiore a tre anni.

capogruppo ma unica responsabile per la revisione del bilancio consolidato del gruppo, dei fatti censurabili riscontrati.

- q) dopo l'art. 165, è inserito *ex novo* l'art. 165-*bis* «Società che controllano società con azioni quotate», ai sensi del quale è la Consob che con regolamento detta le misure attuative necessarie per l'applicabilità della sezione dedicata alla revisione contabile del Tuf anche alle società che controllano quotate e a quelle sottoposte con queste ultime a comune controllo.
- r) la Sezione VI-*bis* «Rapporti con società estere aventi sede legale in Stati che non garantiscono la trasparenza societaria» è stata introdotta *ex novo* dalla l. 262/05, subito dopo l'art. 165-*bis*. Essa è composta di cinque articoli. In particolare, l'art. 165-*ter* «Ambito di applicazione» attribuisce alla Consob il potere di dettare con proprio regolamento i criteri in base ai quali le società quotate e quelle emittenti strumenti finanziari diffusi possono controllare imprese aventi sede in uno degli Stati la cui disciplina societaria sia carente riguardo alla previsione di un organo di controllo nelle società quotate, al contenuto del bilancio d'esercizio e alle sanzioni penali a carico di chi falsifichi la contabilità ed i bilanci (comma 6). In caso di inottemperanza alle disposizioni di cui alla sezione VI-*bis* la Consob può altresì denunciare i fatti al tribunale (comma 7). L'art. 165-*quater* «Obblighi delle società italiane controllanti» fissa l'obbligo a carico delle controllanti di trasmettere alla Consob il bilancio della controllata estera con i relativi allegati (comma 5).

### 3.3.3 *La Banca d'Italia nel disegno della riforma*

Per delineare il quadro completo delle nuove attribuzioni (in ambito più strettamente di natura finanziaria) assegnate alla Banca d'Italia ad opera della l. 262/05, i riferimenti normativi cui attingere sono rappresentati dagli articoli 9 «Conflitti di interessi nella gestione

dei patrimoni di organismi d'investimento collettivo del risparmio e di prodotti assicurativi e previdenziali nonché nella gestione di portafogli su base individuale», lettere g) ed i); 10 «Conflitti di interessi nella prestazione dei servizi di investimento», comma 2-bis; 19 «Banca d'Italia» commi 11 e 12; e 26 « Trasferimento di funzioni ministeriali e poteri sanzionatori» comma 1<sup>205</sup>.

L'articolo 9, come si è già avuto modo di verificare nella ricognizione dei nuovi poteri attribuiti alla Consob, assegna il potere di dettare le disposizioni di attuazione della disciplina governativa sui conflitti di interessi alla Consob, la quale però deve operare «*d'intesa con la Banca d'Italia*» per ciò che riguarda gli OICR e l'irrogazione delle sanzioni amministrative e pecuniarie in caso di violazione delle norme governative.

L'articolo 10 interviene ad introdurre, nell'articolo 6 del Tuf (dedicato alle competenze di Banca d'Italia e Consob in tema di vigilanza finanziaria), il comma 2-bis, ai sensi del quale la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, deve disciplinare i casi in cui, al fine di prevenire conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento, determinate attività debbano essere prestate da strutture distinte e autonome.

L'articolo 19 è, rispetto ai primi due, fortemente innovativo sia in relazione all'assetto istituzionale e alla *governance* della Banca d'Italia che in relazione alla nuova, ridotta, competenza della medesima in ambito di applicazione della normativa antitrust nel mercato bancario.

L'assetto istituzionale e la *governance* della Banca d'Italia sono affrontati nei primi dieci commi dell'articoli 19<sup>206</sup>. Si ribadisce, con

---

<sup>205</sup> C'è da aggiungere un riferimento specifico all'art. 129 «Emissione di valori mobiliari» Tub, nel momento in cui si scrive oggetto di modifica da parte del comma 5, dell'art. 1 «Modifiche al Testo unico bancario» dello schema di decreto correttivo alla l. 262/05. In particolare, esso elimina gli attuali poteri autorizzatori della Banca d'Italia in tema di emissione di valori mobiliari, prevedendo che la stessa abbia unicamente il potere di richiedere agli emittenti segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo ai soli fini conoscitivi.

<sup>206</sup> Trattandosi di disposizioni riguardanti una banca centrale nazionale, per questi profili le successive versioni del disegno di legge sono state oggetto di parere da parte della Banca

una valenza meramente ricognitiva, che la Banca d'Italia è istituto di diritto pubblico, il quale pur operando secondo criteri di indipendenza, è tenuto a render conto della propria attività. In tal ambito, si inserisce la prima novità della l. 262/05, la quale prevede che la Banca d'Italia riferisca del suo operato al Parlamento e al Governo, con relazione semestrale sulla propria attività<sup>207</sup> e non più pubblicando annualmente una relazione destinata all'Assemblea generale dei partecipanti al capitale. La seconda novità introdotta dalla legge per la tutela del risparmio attiene poi al funzionamento della Banca d'Italia e riguarda il passaggio da un sistema monocratico incentrato sulla figura del governatore a un sistema collegiale incentrato sul direttorio. Nel quadro normativo anteriore alla legge n. 262/2005 lo statuto della Banca d'Italia attribuiva al governatore l'esercizio dei poteri di vigilanza; non era prevista alcuna funzione collegiale del direttorio. L'articolo 19, comma 6, della legge n. 262/2005 modifica il sistema trasferendo al direttorio la competenza ad adottare i provvedimenti a rilevanza esterna rientranti nella competenza del governatore e la competenza relativa agli atti adottati su sua delega. Le deliberazioni del direttorio (che attualmente è composto da quattro membri, ossia governatore, direttore generale e due vice direttori generali sono adottate a maggioranza; in caso di parità dei voti prevale il voto del governatore. Il comma 7 dell'articolo 19 introduce un limite temporale al mandato del governatore, che in precedenza era a tempo indeterminato. Tale modifica normativa allinea la disciplina della Banca d'Italia a quella delle varie autorità amministrative indipendenti peranti in Italia. Nello specifico, viene previsto che il governatore duri in carica sei anni, con la possibilità di un solo rinnovo del mandato. Un'identica

---

centrale europea, in conformità a quanto previsto dalla decisione del Consiglio 98/15/CE. Cfr. ASSONIME, Titolo IV della legge per la tutela del risparmio: disposizioni concernenti le autorità di vigilanza, in «Circolare n. 21 del 29 maggio 2006», p. 3 e ss.

<sup>207</sup> Si segnala che l'art. 4 «Modifiche alla l. 28 dicembre 2005, n. 262» dello schema di decreto correttivo alla riforma del risparmio sostituisce tale disposizione stabilendo che la

disposizione (sei anni con la possibilità di un solo rinnovo) regola la durata del mandato per i membri del direttorio diversi dal governatore. Per questi ultimi, in sede di prima applicazione della normativa è previsto che lo statuto della Banca d'Italia disciplini l'articolazione temporale della cessazione dalla carica (che deve comunque avvenire entro cinque anni). Questa previsione è volta ad evitare la con testualità temporale delle scadenze del mandato, così da assicurare la continua funzionalità del collegio. Con la legge per la tutela del risparmio è stato modificato anche il meccanismo di nomina del governatore. Per comprendere la portata della riforma va ricordato che il sistema previgente assegnava un ruolo centrale al consiglio superiore della Banca d'Italia e l'approvazione con decreto del Presidente della Repubblica, promosso dal presidente del Consiglio dei Ministri, di concerto con il Ministro dell'Economia, sentito il Consiglio dei Ministri. Il nuovo sistema di nomina introdotto dall'articolo 19, comma 8, della legge n. 262/2005 riduce il ruolo del consiglio superiore a una funzione meramente consultiva. Infatti la nomina del governatore è disposta "con decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del Presidente del Consiglio dei Ministri, previa deliberazione del Consiglio dei Ministri, sentito il parere del consiglio superiore della Banca d'Italia". La stessa procedura seguita per la nomina del governatore si applica anche nei casi di revoca del mandato.

Per ciò che concerne la competenza in materia di disciplina antitrust, il riferimento è al combinato disposto dei commi 11 e 12 della l. 262/05.

Il comma 11 abroga i commi 2, 3 e 6 dell'art. 20 «Aziende ed istituti di credito (...)» l. 287/90, i quali attribuivano alla Banca d'Italia (sottraendola all'Agcm), sentito il parere dell'Agcm, la competenza ad applicare nei confronti delle banche le disposizioni in

---

Banca d'Italia trasmetta al Parlamento e al Governo, entro il 30 giugno di ciascun anno, una relazione sull'attività svolta nell'anno precedente.

tema di intese restrittive della libertà di concorrenza, di deroghe al divieto delle medesime, di abuso di posizione dominante e di divieto delle operazioni di concentrazione restrittive della concorrenza. La conseguenza di tale intervento è, pertanto, che l'Agcm torna in possesso della competenza in materia antitrust anche in merito alle banche<sup>208</sup>, e vi si configura un sistema di vigilanza per finalità<sup>209</sup>. Dal disposto del comma 12 della l. 262/05 e dalla permanenza del comma 5 dell'art. 20 l. 287/90 ci si accorge, tuttavia, che il sistema di vigilanza è solo parzialmente per finalità.

Attraverso il comma 12, la l. 262/05 mantiene in capo alla Banca d'Italia le competenze attinenti la valutazione dell'impatto delle acquisizioni bancarie sulla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati e, contestualmente, trasferisce all'Autorità garante della competenza ad applicare l'articolo 6 della legge n. 287/1990 alle operazioni di concentrazione che coinvolgono banche. Tutto ciò attraverso una peculiare forma di coordinamento tra le attività di controllo preventivo svolte da entrambe le autorità di vigilanza. Nello specifico, la disposizione prevede che per le operazioni di acquisizione di cui all'articolo 19 del Testo unico bancario e per le

---

<sup>208</sup> Il passaggio all'Autorità garante della competenza ad applicare gli articoli 2, 3, 4 e 6 della legge n. 287/1990 nei confronti delle banche è stato effettuato in modo netto, senza introdurre l'obbligo per l'Autorità di sentire il parere della Banca d'Italia prima dell'adozione dei propri provvedimenti. Viene così eliminato il preesistente aggravio in termini di durata del procedimento derivante dalla previsione per cui la Banca d'Italia doveva provvedere "sentito il parere dell'Autorità garante. Cfr. ASSONIME, *Titolo IV (...), op. cit.*, p. 10.

<sup>209</sup> I benefici di un tale sistema sono molteplici. Anzitutto, l'autorità cui spetta garantire l'osservanza delle disposizioni a tutela della concorrenza nella generalità dei mercati dispone di un peculiare patrimonio di conoscenze derivante dall'esperienza di applicazione delle regole antitrust nei più vari contesti economici. In secondo luogo, la suddivisione delle competenze tra autorità per l'applicazione delle disposizioni a tutela della concorrenza avviene tipicamente "per soggetti" o "per settori". Tali categorie non corrispondono a quelle rilevanti ai fini dell'analisi antitrust. La conseguenza è che i tentativi di ripartire tra diverse autorità le competenze ad applicare le norme antitrust si scontrano tipicamente con complicati problemi di coordinamento e situazioni di competenza condivisa tra autorità. In terzo luogo, attraverso la separazione istituzionale tra autorità di vigilanza e autorità di concorrenza viene assicurata la massima trasparenza nel perseguimento dei distinti obiettivi della stabilità del sistema finanziario e dello sviluppo concorrenziale dei mercati. Infine, va ricordato che ai sensi del regolamento (CE) n. 1/2003 del Consiglio sulle regole per l'applicazione degli articoli 81 e 82 del Trattato, la Commissione europea e le autorità garanti della concorrenza degli Stati membri (che insieme costituiscono la rete europea delle autorità di concorrenza) sono tenute ad applicare le regole di concorrenza comunitarie in stretta collaborazione<sup>11</sup>. Nella prospettiva della rete europea delle autorità di concorrenza,



operazioni di concentrazione ai sensi dell'articolo 6 della legge n. 287/1990 che riguardano banche sono necessarie sia l'autorizzazione della Banca d'Italia, ai sensi del citato articolo 19 del Testo unico bancario per le valutazioni di sana e prudente gestione, sia l'autorizzazione dell'Autorità garante ai sensi dell'articolo 6, comma 2, della legge n. 287/1990 ovvero il nulla osta della stessa a seguito delle valutazioni relative all'assetto concorrenziale del mercato<sup>210</sup>. I successivi commi 13 e 14 prevedono che i

---

l'unicità del referente nazionale comporta indubbiamente una rilevante semplificazione. *Ibidem.*

<sup>210</sup> La formulazione del comma 12 genera una serie di possibili letture, per la comprensione delle quali è necessario ricostruire brevemente il quadro normativo che in essa, direttamente o indirettamente, è richiamato.

Il Testo unico bancario prevede un'autorizzazione preventiva della Banca d'Italia, volta ad assicurare che ricorrano le condizioni atte a garantire una sana e prudente gestione della banca, per una serie di operazioni fra cui proprio le acquisizioni di partecipazioni al capitale della banca al di sopra di determinate soglie o comunque le acquisizioni, in via diretta o indiretta, del controllo della banca (articolo 19 Tub).

Le operazioni di concentrazione di cui all'articolo 6 della legge n. 287/1990 sono invece "le operazioni di concentrazione soggette a comunicazione ai sensi dell'articolo 16 della stessa legge n. 287/1990 ovvero quelle rientranti in una delle categorie di cui all'articolo 5 della legge n. 287/1990 e che superano le soglie di fatturato a livello nazionale previste dal citato articolo 16. Ai sensi dell'articolo 5 della legge n. 287/1990, si ha un'operazione di concentrazione nei seguenti casi:

- a) fusione tra due o più imprese;
- b) acquisizione, da parte di soggetti in posizione di controllo di almeno un'impresa ovvero da parte di una o più imprese, direttamente o indirettamente, sia mediante acquisto di azioni o di elementi del patrimonio, sia mediante contratto o qualsiasi altro mezzo, del controllo dell'insieme o di parti di una o più imprese;
- c) costituzione di un'impresa comune da parte di due o più imprese, attraverso la costituzione di una nuova società.

Dalle suesposte elencazioni emerge che non vi è una completa coincidenza tra le operazioni di acquisizione di cui all'articolo 19 del Testo unico bancario e le operazioni di concentrazione di cui all'articolo 6 della legge n. 287/1990 che riguardano banche.

In particolare, non costituiscono concentrazioni ai sensi dell'articolo 6 della legge n. 287/1990 le acquisizioni di partecipazioni non di controllo, le acquisizioni di partecipazioni di controllo da parte di una persona fisica che non detiene il controllo di una o più imprese, le acquisizioni di controllo che non superano le soglie di fatturato di cui all'articolo 16. Similmente, non sono soggette ad autorizzazione della Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 19 del Testo unico bancario alcune operazioni di concentrazione valutate dall'Autorità ai sensi dell'articolo 6 della legge n. 287/1990: si pensi ad esempio alle acquisizioni da parte di banche di partecipazioni di controllo in società strumentali o alle fusioni autorizzate ai sensi dell'articolo 57.

Compiuta questa ricognizione, si può dedurre che il comma 12 della l. 262/2005 prevede la doppia valutazione, all'interno di un unico atto, solo per le operazioni che rientrano nell'ambito di applicazione sia dell'articolo 19 del Testo unico bancario, sia dell'articolo 6 della legge n. 287/1990, ossia solo per le acquisizioni del controllo di una banca da parte di un soggetto che detenga il controllo di una o più imprese o da parte di imprese, qualora siano superate le soglie di fatturato di cui all'articolo 16 della legge n. 287/1990.

In particolare, ai sensi dell'articolo 6 della legge n. 287/1990 l'Autorità è tenuta a valutare se le operazioni di concentrazione notificate comportino la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante sul mercato nazionale così da eliminare o ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza. Se l'Autorità ritiene che l'operazione non determini il suddetto scenario, la valutazione positiva assume la forma di un nulla osta; se invece

provvedimenti delle Autorità di cui al comma 12 sono emanati con un unico atto (contenente le specifiche motivazioni) entro sessanta giorni dalla presentazione dell'istanza, e che al fine di assicurare la funzionalità dell'attività amministrativa le due autorità si coordinino<sup>211</sup>.

Il comma 5 art. 20 l. 287/90 (non abrogato dall'art. 11 della l. 262/05)<sup>212</sup> stabilisce che se pure d'intesa con l'Agcm, alla quale è richiesto di valutare se l'intesa comporti o meno l'eliminazione della concorrenza, spetta alla Banca d'Italia autorizzare, per un tempo limitato, intese restrittive della concorrenza, allorché lo richiedano esigenze di stabilità del sistema monetario. Rispetto al sistema precedente, in cui anche la valutazione dell'intesa ai sensi dell'articolo 2 spettava alla Banca d'Italia, oggi è prevista una valutazione da parte dell'Autorità garante e, nel caso in cui l'intesa rientri nel divieto, la possibilità di un'autorizzazione in deroga ex articolo 20<sup>213</sup>.

---

l'Autorità, al termine dell'istruttoria di cui all'articolo 16, comma 4, accerta che l'operazione determina tali conseguenze, vieta l'operazione oppure può consentirla prescrivendo le misure atte a impedire queste conseguenze. *Ibidem*.

<sup>211</sup> Si segnala che lo schema correttivo di decreto legislativo, nel momento in cui si scrive all'esame della Camera, all'articolo 4 «Modifiche alla l. 28 dicembre 2005 n. 262» prevede l'abrogazione dei commi 12, 13 e 14 della l. 262/05 medesima. Ciò in quanto, come specificato nella nota 93, lo stesso schema interviene a trasferirne il contenuto direttamente a modifica del comma 5 dell' 287/90.

<sup>212</sup> Il legislatore non ha ritenuto di avvalersi delle disposizioni della legge per la tutela del risparmio per eliminare tale previsione. Inoltre, dato che l'interesse pubblico alla stabilità rientra tra gli obiettivi della vigilanza affidata alle autorità creditizie ai sensi dell'articolo 5 del Testo unico bancario, per l'articolo 20, comma 5 è stato mantenuto un potere di decisione in capo alla Banca d'Italia. *Ibidem*.

<sup>213</sup> E' importante tenere presente che lo Schema di decreto legislativo correttivo alla l. 262/05, nel momento in cui si scrive all'esame della Camera, prevede all'articolo 2 «Modifiche alla legge 10 ottobre 1990, n. 287» le seguenti rettifiche all'art. 20 l. 287/90:

L'articolo 20 della legge 10 ottobre 1990, n. 287, è modificato come segue:

a) prima del comma 4 è aggiunto il seguente comma:

“3-bis. Nel caso in cui l'intesa, l'abuso di posizione dominante o la concentrazione riguardino imprese operanti in settori sottoposti alla vigilanza di più autorità, ciascuna di esse può adottare i provvedimenti di propria competenza.”;

b) al comma 4, sono aggiunte, in fine, le seguenti parole: “Il decorso del termine del procedimento per il quale il parere viene richiesto è sospeso fino al ricevimento, da parte dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, del parere dell'ISVAP o comunque fino allo spirare del termine previsto per la pronuncia di tale parere.”;

c) il comma 5 è sostituito dal seguente:

“5. Per le operazioni di acquisizione del controllo di banche che costituiscono concentrazione soggetta a comunicazione preventiva ai sensi dell'articolo 16, i provvedimenti della Banca d'Italia, previsti dall'articolo 19 del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, per le valutazioni di sana e prudente gestione, e dell'Autorità di cui all'articolo

La rassegna dei nuovi poteri della Banca d'Italia si conclude con il richiamo all'articolo 26 della l. 262/05, laddove lo stesso trasferisce alla Banca d'Italia le funzioni esercitate in precedenza dal Ministro del tesoro (sentita la Bdl) riguardo all'autorizzazione dello stabilimento in Italia della prima succursale di una banca extracomunitaria.

### 3.3.4 Trasferimento di funzioni a favore di Covip, Isvap e Agcm nella legge a tutela del risparmio

Si è già avuto modo di verificare che, in materia di disposizioni regolamentari attinenti le informazioni supplementari necessarie alla piena comprensione delle caratteristiche essenziali del contratto assicurativo (con particolare riguardo ai costi e ai rischi), il comma 2 dell'art. 25 della l. 262/05 ha trasformato la precedente competenza dell'Isvap da esclusiva a condivisa, poiché la Commissione deve ora operare d'intesa con la Consob. A questa "restrizione" di competenze,

---

10, ai sensi dell'articolo 6, per le valutazioni relative all'assetto concorrenziale del mercato, sono adottati entro sessanta giorni dalla presentazione dell'istanza completa della documentazione occorrente.”;

d) dopo il comma 5, sono inseriti i seguenti commi:

“5-bis. L'Autorità garante della concorrenza e del mercato, su richiesta della Banca d'Italia, può autorizzare:

a) un'intesa, in deroga al divieto dell'articolo 2, per esigenze di funzionalità del sistema dei pagamenti, per un tempo limitato e tenendo conto dei criteri di cui all'articolo 4, comma 1;

b) un'operazione di concentrazione riguardante banche o gruppi bancari che determini o rafforzi una posizione dominante, per esigenze di stabilità di uno o più dei soggetti coinvolti. 5-ter. Le autorizzazioni previste dal comma 5-bis non possono comunque consentire restrizioni della concorrenza non strettamente necessarie al perseguimento della finalità indicate.”;

d) i commi 7 e 8 sono abrogati.

In sostanza, si chiarisce che il doppio vaglio, della Bdl e dell'Agcm, rispettivamente per i profili di sana e prudente gestione e per quelli di concorrenza riguardano solo le acquisizioni del controllo di banche soggette a notifica preventiva ai sensi della l. 287/90. Inoltre, si elimina l'atto unico poiché le valutazioni delle Autorità saranno espresse in due distinti provvedimenti da emanare entro 60 giorni. Si introducono, infine, due nuove ipotesi — esigenze di funzionalità del sistema dei pagamenti e di stabilità — in cui l'Agcm, su richiesta della Banca d'Italia, può autorizzare in deroga intese e concentrazioni riguardanti banche.

la l. 262/05 ha compensato attraverso il trasferimento alla stessa Isvap del potere di irrogare le sanzioni amministrative pecuniarie per illeciti nel settore assicurativo in precedenza assegnato al Ministro delle attività produttive (comma 3, art. 26 «Trasferimenti di funzioni ministeriali e poteri sanzionatori» l. 262/05).

Analogo trasferimento di competenze è stabilito a favore della Covip, in materia di forme pensionistiche complementari. Si stabilisce, infatti, che siano ad essa assegnate le funzioni, in precedenza di competenza del Ministro del lavoro, concernenti l'irrogazione di sanzioni amministrative ai responsabili dei fondi pensione nel caso di inottemperanza alle richieste della Covip o di omessa comunicazione (comma 4 art. 26, l. 262/05).

Per ciò che concerne le competenze dell'Agcm, si rinvia a quanto già specificato circa l'art. 5 della l. 287/90 trattando delle competenze della Banca d'Italia e dal qual contesto si è evinto una competenza rafforzata dell'Autorità rispetto al passato in materia di antitrust nel settore bancario. Restano inalterate, invece, le competenze dell'Agcm sulle forme pensionistiche complementari e sui prodotti assicurativi.

### 3.3.5 Disposizioni comuni della l. 262/05 concernenti le autorità di vigilanza

L'analisi delle disposizioni dedicate dalla l. 262/05 alle Autorità si può concludere con l'esame delle disposizioni che prevedono indicazioni applicabili in modo indifferenziato a tutte le autorità prese fin'ora in esame.

Ci si riferisce nell'ordine<sup>214</sup>:

---

<sup>214</sup> Cfr. FONDAZIONE LUCA PACIOLI, *Disposizioni per la tutela del risparmio e disciplina dei mercati finanziari (l. 262 del 28 dicembre 2005)*, documento n. 5 del 10 marzo 2006 in [www.fondazioneluca pacioli.it/index/documenti](http://www.fondazioneluca pacioli.it/index/documenti).

- all'art. 20 «Coordinamento dell'attività delle Autorità». Esso prescrive il coordinamento fra le autorità aventi competenze sui mercati finanziari, rimettendo alle stesse la scelta delle forme più appropriate fra quelle consistenti nella stipulazione di protocolli d'intesa o nell'istituzione di comitati di coordinamento, senza che ne conseguano maggiori oneri a carico della finanza pubblica. Le forme di coordinamento individuate devono prevedere la riunione delle autorità almeno una volta l'anno;
- all'art. 21 «Collaborazione tra le autorità», il quale conferma la collaborazione già prevista nelle disposizioni antecedenti alla legge in esame, con l'inopponibilità reciproca del segreto d'ufficio;
- all'art. 22 «Collaborazione da parte del Corpo della Guardia di finanza», il quale prevede che le autorità possano avvalersi, nell'esercizio dei poteri di vigilanza ispettiva ed informativa e per le specifiche finalità degli accertamenti, del Corpo della Guardia di Finanza;
- agli artt. 23 «Procedimenti per l'adozione di atti regolamentari e generali» e 24 «Procedimenti per l'adozione di provvedimenti individuali». Per ciò che concerne gli atti regolamentari generali che Bdi, Consob, Covip e Isvap (ma non anche l'Antitrust, nelle cui competenze non rientra l'adozione di atti generali di regolamentazione) adottano a carico dei soggetti vigilati, è necessario che le stesse autorità li «motivino». Ogni atto va anche corredato da una relazione che ne illustri gli effetti sui destinatari, in modo da verificare che rispetti il principio di proporzionalità: gli atti emanati devono risultare adeguati al raggiungimento del fine con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari. A questo fine, le autorità consultano gli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati e sottopongono gli atti a revisione almeno ogni tre anni, in modo da adeguarli all'evoluzione delle condizioni di mercato. Anche per ciò che concerne i provvedimenti individuali è prescritta la motivazione; è disposta l'applicazione agli stessi dei

principi in tema di procedimento amministrativo indicati dalla l. 241/90 e svolti nel rispetto dei principi di: facoltà di denuncia di parte; piena conoscenza degli atti istruttori; contraddittorio; verbalizzazione; distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie rispetto all'irrogazione della sanzione.

### **3.4 Le determinanti economico - istituzionali dell'«Italian case» possono spiegare la “resistenza” mostrata dalla l. 262/05 relativamente all'innalzamento del grado di concentrazione dei poteri di regolamentazione e vigilanza**

Dall'analisi (appena compiuta) delle disposizioni della legge a tutela del risparmio emerge un aspetto predominante: il provvedimento normativo non «emenda» il profilo funzionale delle *Authorities* finanziarie italiane.

Il numero delle autorità resta invariato. E, sostanzialmente invariata permane, altresì, la logica (non ancora completamente incentrata sul criterio “per finalità”) con cui vengono loro ripartite le competenze regolamentari e di vigilanza sul mercato dei servizi finanziari<sup>215</sup>.

Alla tutela della stabilità delle differenti categorie di intermediari (bancari, mobiliari, assicurativi, previdenziali) provvedono ancora ben tre distinte autorità (BdI, Isvap, Covip), a seconda della natura istituzionale (bancaria/mobiliare, assicurativa e previdenziale) dell'ente sottoposto alla loro egida. Per ciò che concerne, invece, la tutela della trasparenza, gli importanti correttivi introdotti dalla 262 sembrano aver aperto (ma non completato) la strada all'emergere progressivo della Consob quale unica *Authority* a ciò competente in base ad una logica puramente “per finalità”. Infine, anche in tema di

---

<sup>215</sup> F. MERUSI, *Diritto contro economia. Resistenze all'innovazione nella legge sulla tutela del risparmio*, in «Banca impresa», 2006, n. 1, p. 17.

concorrenza, alla luce della rivendicazione (pur non in senso assoluto) all'Agcm delle relative competenze in ambito bancario, si può concludere che la direzione sia senz'altro quella di una assegnazione "per obiettivi" dei poteri di intervento.

Ragionando in termini di «*grado di concentrazione dei poteri di regolamentazione e vigilanza*», le conclusioni su esposte conducono ad affermare ulteriormente che con la legge a tutela del risparmio non si assiste ad una variazione «*verso l'alto*» del medesimo e, per conseguenza, sembra non compiersi in Italia quell'evoluzione integrativa dei poteri in atto a livello internazionale.

Dato il *background* (normativo ed istituzionale) da cui ha preso le mosse la formulazione della legge 262/05, si vuole a questo punto dimostrare che l'invarianza del grado di concentrazione dei poteri di regolamentazione e controllo scaturita dalla norma è, in realtà, il prevedibile e più corretto risultato atteso dall'intervento riformatore del legislatore nazionale. In altri termini, a prescindere dalle (opposte) tendenze evolutive riscontrabili in sede internazionale (che, si è detto, registrano un'accentuazione del grado di concentrazione di *regulation* e *supervision* finanziaria), si vuole provare a formulare una tesi che si ponga in netto contrasto rispetto alle critiche sollevate in dottrina contro l'opera del legislatore<sup>216</sup>, a causa della scarsa innovatività della 262/05 proprio in termini di riorganizzazione del grado di concentrazione dei poteri delle *Authorities* finanziarie.

La tesi poggia sulle presunzioni riscontrate nelle evidenze empiriche che si sono occupate di verificare un legame inscindibile tra determinanti economico strutturali di un Paese e le (conseguenti) scelte che i *policy makers* compiono in merito al grado di concentrazione dei poteri di regolamentazione e vigilanza da attribuire alle *Authorities* finanziarie<sup>217</sup>: «*the domestic context is an extremely important variable in assessing the merits of alternative*

---

<sup>216</sup> Fra tutti, si vedano F. CAPRIGLIONE, *Crisi (...)*, cit., p. 126 e ss.; G. ROSSI, *La legge (...)*, cit., p. 2 e ss.; F. MERUSI, *Diritto (...)*, cit., p. 17 e ss.

*supervisory structures. This is confirmed by the evidence on the relationships between the supervisory structure and the performance of the financial industry»<sup>218</sup>.*

In particolare, ci si concentra sulla configurazione con cui si presenta la struttura del sistema finanziario italiano, nonché sugli elementi del «*legal environment*» nazionale che più direttamente influiscono sulla funzionalità dei mercati degli strumenti finanziari.

Allo stato attuale, il sistema finanziario italiano è nel suo complesso classificabile fra quelli «*developed*»<sup>219</sup>.

Un tale risultato si è raggiunto a seguito del maggiore orientamento al mercato del sistema finanziario italiano (tanto che la quota di attività finanziarie costituita da obbligazioni private, azioni, riserve tecniche e assicurative, fondi comuni e derivati è salita al 45 per cento del totale degli *assets finanziari*)<sup>220</sup> e, allo stesso tempo, dal consolidamento del ruolo del settore bancario, il quale tende comunque a prevalere rispetto a quello dello *stock market*: «*Italy's financial system can be define as fundamentally bank-oriented*»<sup>221</sup>. In termini di indici che esprimono l'importanza relativa delle «*banks relative to stock markets*», la prevalenza delle prime rispetto al secondo si giustifica soprattutto in quanto «*most of the assets under non-bank intermediaries' management (almost 90 per cent) are actually managed by bank-controlled institutions (asset management companies and investment firms included in banking groups)*»<sup>222</sup>, con

<sup>217</sup> Si rimanda, in proposito, al capitolo primo del presente lavoro.

<sup>218</sup> Cfr. J. BARTH, D. NOLLE, T. PHUMIWASANA, G. YAGO, *A cross-country analysis of the bank supervisory framework and bank performance*, in «Financial markets institutions instruments», 2003, n. 12.

<sup>219</sup> Cfr. DEMIRGUC - KUNT e R. LEVINE, *Bank based (...)*, cit, p. 56.

<sup>220</sup> Cfr. P. Ciocca, *The Italian Financial System Remodelled*, MacMillan, London 2005; G. 20, *Institution Building in the Financial Sector. Italy*, Washington 2005, pp. 165-192.

<sup>221</sup> Così, A. DE VINCENZO, P. MARULLO REEDTZ, *The role of the Central Bank in financial Supervision: the case of Italy*, in D.MASCIANDARO, *Handbook of central banking and financial authorities in Europe*, Elgar, 2005, p. 526.

<sup>222</sup> *Ibidem*.



particolare significatività del così detto fenomeno della «bancassicurazione»<sup>223</sup>.

Il permanere del ruolo guida delle banche è, senz'altro, inquadrabile nel più ampio processo di progressivo consolidamento fra le banche italiane che, dal 1990, ha provocato «*an increase in the average size of banks*» (v. Tabella )<sup>224</sup>.

**Tabella : *Mergers and acquisitions in the Italian banking sector***

<b>Periods (2)</b>	<b>Mergers</b>		<b>Acquisition</b>	
	<i>No of operations</i>	<i>Market share (1)</i>	<i>No of operations</i>	<i>Market share (1)</i>
1990-1994	152	6.9	26	3.8
1995-1999	172	6.0	107	24.8
2000-Aug. 2004	108	1.8	55	12.9
1990-Aug. 2004	432	13.9	188	37.1

Note:  
 (1) *Market share of total bank assets (percentages) of target banks;*  
 (2) *A total of 620 mergers and acquisitions were carried out in the period up to August 2004, involving target banks accounting for 51 per cent of the assets of entire banking system at the end of 1989.*

Fonte: A. DE VINCENZO, P. MARULLO REEDTZ, *The role (...)*, in D.MASCIANDARO, *Handbook (...)*, op. cit., p. 528.

L'importanza (in termini relativi) dell'industria bancaria nel sistema finanziario italiano spiega ulteriormente il profondo coinvolgimento della Banca centrale nella supervisione finanziaria, in generale, e di quella sui mercati finanziari in particolar modo.

Per comprendere a pieno il senso di un tale coinvolgimento, è necessario passare alla considerazione del *legal environment* italiano

<sup>223</sup> Cfr. L. CARDIA, A. DESIATA, E. LETTA, B. TABACCI, *Unità o pluralità (...)*, in F. KOSTORIS PADOA SCHIOPPA, (a cura di), *Le autorità indipendenti (...)*, op. cit., p. 336, a parere del quale il fenomeno è tuttavia bel lontano dall'essersi tipizzato in forme stabili e definite, suscettibili quindi di una disciplina unitaria di regolamentazione e controllo. Si tratta, allo stato attuale, della creazione di semplici sinergie tra banche e imprese di assicurazione nella distribuzione di prodotti e servizi, senza toccare minimamente la disciplina sostanziale delle rispettive attività tipiche di impresa.

<sup>224</sup> *Ibidem*.

in tema di regolamentazione e controlli sul mercato finanziario. In merito, un aspetto estremamente significativo è rappresentato dal fatto che (prima e dopo la legge 262/05), oltre alle funzioni attinenti la stabilità degli intermediari operanti nel mercato, alla Banca d'Italia è riconosciuto un generale ed incisivo potere di intervento anche in fattispecie per le quali le istanze di contenimento del rischio e di stabilità degli intermediari sembrano avere poco rilievo. Essa, dunque, presenta un coinvolgimento “potenziato” sulla disciplina del mercato rispetto a quello che la Consob, al contrario, non ha riguardo alla vigilanza sulle banche, anche quando queste svolgano attività di intermediazione mobiliare<sup>225</sup>.

Restando in tema di *legal environment* nazionale, rispetto alla «*financial regulation*» ulteriore incidenza risulta avere la disciplina in esso formulata a favore degli azionisti di minoranza delle quotate e della tutela della trasparenza, ancora una volta riferita alle stesse società quotate. In tal direzione, si deve osservare un decisivo rinnovamento a cura della l. 262/05, e l'introduzione di una forte base di tutela che va a colmare il *gap* del precedente quadro regolamentare.

Essa attiene essenzialmente alla composizione “qualificata in ordine alla minoranza” degli organi amministrativi e di controllo e ai diritti degli stessi azionisti (di minoranza) di far sentire la propria

---

<sup>225</sup> A titolo esemplificativo, si pensi che mentre la Consob è totalmente esclusa dalla regolazione e dalla vigilanza delle banche autorizzate anche all'esercizio dei servizi di investimento (art. 19 comma 4° Tuf), la Banca d'Italia interviene *sull'iter* di autorizzazione dei soggetti intermediari che vogliono operare in Italia e all'estero (art. 19, comma 1° e art. 26 comma 2° lett. a) e b) Tuf). La potestà normative e di vigilanza diventano poi ancora più incisive e “sbilanciate” a favore della Banca d'Italia nella disciplina delle Sicav e delle Sgr, allorché alla stessa è assegnata la competenza per l'autorizzazione (art. 34 Tuf), per la tenuta dei relativi albi (art. 35 Tuf), per l'approvazione dei regolamenti dei fondi comuni (art. 39 Tuf). Cfr. A. ROSA, S. VINCI, F. VOLPE, *La regolazione delle Autorità in materia di soggetti finanziari fra concorrenza e sovrapposizioni*, in «Anal. giur. ec.», 2002, n. 2, p. 540-541. Siccome la teoria economica ha da tempo messo in evidenza che rispetto a Sicav e SGR i profili di stabilità sono ridotti al minimo, in quanto le variazioni del valore dell'attivo sono interamente assorbite dai possessori delle quote, si potrebbe pensare di trasferire in capo alla Consob alcuni poteri attualmente di competenza della Bdl (primo fra tutti l'approvazione del regolamento del fondo, in larga misura simile al prospetto informativo), ferma restando la competenza di quest'ultima in quanto alla loro autorizzazione. Cfr. M. ONADO, *La tutela del risparmio in Italia*, in D. MASCIANDARO, A. PORTA, FONDAZIONE ROSSELLI, *Nono*

voce<sup>226</sup>. Per ciò che riguarda, invece, più da vicino il profilo della trasparenza, ci si riferisce alle nuove norme che (si è detto) rendono chiaramente “intelligibili” i documenti, le relazioni cross border, le comunicazioni al pubblico delle quotate e, non meno importante, il profilo di rischio e gestione dei corporate bonds<sup>227</sup>.

I caratteri (appena ricostruiti) che contraddistinguono il sistema finanziario italiano “post 262/05” conducono alla seguente sintetizzazione:

1. elevato grado di sviluppo del sistema (*developed system*);
2. elevato grado di coinvolgimento della Banca centrale nei poteri di regolamentazione e controllo del mercato dei servizi finanziari;
3. predominanza, nel sistema, del ruolo delle banche (*bank – oriented system*);
4. significativo livello di integrazione del settore bancario (*Bank concentration system*) e di operatività diversificata concessa al medesimo (*“permitted” banks regulation system*);
5. rafforzamento del comparto del *legal environment* finanziario dedicato alla tutela dei diritti amministrativi e patrimoniali di azionisti di minoranza e sottoscrittori di *corporate bonds* (*Shareholders and creditor rights system*).

---

*Rapporto sul sistema finanziario italiano: la competitività dell'industria bancaria*, Edibank, 2004, p. 553.

<sup>226</sup> Cfr. U. TOMBARI, Nelle società più garanzie alle minoranze, in J. DEL BO, G. DI DONFRANCESCO, *Risparmio (...)*, cit., p. 5. Quanto ai controlli interni, il legislatore ha modificato la norma sulla rappresentanza delle minoranze in seno all'organo di controllo, già introdotta dal TUF nel 1998 con riferimento al collegio sindacale, ma rimasta inattuata, prevedendo che almeno un membro effettivo dell'organo di controllo sia eletto dai soci di minoranza (sulla base di una procedura dettata dalla Consob), al quale è riservata la presidenza del collegio. Si è altresì stabilito che l'elezione dell'organo amministrativo debba svolgersi mediante voto di lista, riservando a una lista espressa dalla minoranza l'elezione di almeno un componente.. Oltre che attraverso la rappresentanza presso le cariche sociali l'autotutela delle minoranze può ora meglio esprimersi in sede assembleare ed extra-assembleare. Sotto il primo profilo, la legge ha riconosciuto a una minoranza qualificata di azionisti il diritto di integrare l'ordine del giorno fissato dagli amministratori. In ambito extra-assembleare è stata ampliata, anche con riferimento alle società con azioni non quotate, la capacità delle minoranze di promuovere l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori: direttamente, dimezzando la quota di proprietà richiesta per la legittimazione; indirettamente, legittimando lo stesso organo di controllo a promuovere l'azione. Cfr. P. CIOCCA, *Memoria (...)*, cit., p. 5.

<sup>227</sup> Cfr. A. BUSANI, *Una black list per le controllate all'estero*, in J. DEL BO, G. DI DONFRANCESCO, *Risparmio (...)*, cit., p.7.

Fatta eccezione per il solo fattore di cui al punto *sub 4*) (che, comunque, nel caso italiano trova pur sempre origine nel concetto più allargato della predominanza del settore bancario rispetto a quello del mercato dei capitali (punto *sub 3*), gli andamenti degli altri indicatori del sistema finanziario nazionale rispecchiano quelli al verificarsi dei quali le evidenze empiriche cui si è fatto cenno associano un basso grado di concentrazione dei poteri di regolamentazione vigilanza dei mercati finanziari. In termini di scelte dei *policy makers*, chiamati a decidere come allocare i poteri anzidetti, ciò si traduce nell'opzione del «non accentramento» dei poteri presso un'unica (o comunque, presso un numero ridotto al max a due) autorità, ovvero nella dislocazione tra differenti *Authorities* degli stessi poteri.

Alla luce di un tale risultato, si ritiene raggiunto (e motivato) l'obiettivo prefissato al principio dell'analisi: la scelta del legislatore italiano in tema di *regulation* e *supervision* finanziaria, tradottasi nella formulazione della l. 262/05, non poteva che contraddistinguersi per il «mantenimento di un basso livello di concentrazione dei relativi poteri» o, impiegando una più lineare espressione del concetto, non ha potuto (in questa fase) accentrare i poteri e sopprimere *Authorities* spogliate delle proprie competenze.

Piuttosto la legge 262/05 può considerarsi il primo, necessario intervento di «*integrazione, rettifica e assestamento*» del sistema *quo ante*, il quale solo così modificato potrà condurre, in un prossimo futuro, all'ipotesi di un più accentuato grado di concentrazione dei poteri.

Il riferimento immediato è al perfezionamento dei meccanismi di tutela delle minoranze e degli obbligazionisti, che solo a seguito delle integrazioni compiute dalla 262/05 trovano oggi reale compimento. Affermare ciò significa ammettere che il *legal environment* con cui il legislatore della 262 si è interfacciato al momento della scelta «accentramento *vs* decentramento» dei poteri era carente circa il

livello della protezione accordata a minoranze e obbligazionisti. Tanto carente da non consentire di costruirvi sopra una maggiore concentrazione dei poteri.

Altro necessario rimando è alla soppressione del trattamento “speciale” riservato ai «prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione». L’art. 25 *bis* del Tuf, introdotto dalla 262/05, estende a tali prodotti l’applicazione degli articoli 21 e 23 relativi rispettivamente ai criteri generali e ai contratti e, in relazione a tali prodotti, autorizza la Consob ad esercitare sui soggetti abilitati e sulle imprese di assicurazione i poteri di vigilanza regolamentare, ispettiva ed informativa disciplinati nel Tuf. Evidentemente, è solo a seguito dell’intervento della 262 che si supera il “privilegio” precedentemente accordato dal Testo unico della finanza ai prodotti finanziari quando emessi da banche o assicurazioni. Nella stessa direzione si colloca l’abrogazione (a norma dell’art. 11 comma 2 lett. b) 1. 262/05) della lettera f), art. 100 Tuf, ai sensi della quale dall’assoggettamento alla disciplina della sollecitazione all’investimento venivano sottratte le offerte di prodotti finanziari emessi da banche (diversi da azioni e derivati), e di prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione<sup>228</sup>. In tali casi, se pure innegabile è la *ratio* originaria dell’esenzione (da ricercarsi nella maggiore garanzia offerta da tali particolari emittenti trattandosi di soggetti vigilati da autorità di settore), essa va comunque contro l’intenzione di assoggettare ad una disciplina «uniforme» ed «integrata» ogni forma di raccolta del risparmio, quando la finalità sia quella di investirlo in prodotti finanziari<sup>229</sup>. Se si accetta la significatività del processo di integrazione orizzontale e verticale tra intermediari, ciò implica la realizzazione di un’integrazione altrettanto significativa della disciplina applicabile alle offerte dei prodotti (evidentemente anch’essi sempre più simili) offerti. Solo dopo

<sup>228</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Crisi (...), cit.*, p. 145-146.

<sup>229</sup> Cfr. R. COSTI - L. ENRIQUES, *Il mercato (...)*, in G. COTTINO, *Trattato (...), op. cit.*, p. 102.

un tale passaggio intermedio si può ulteriormente pensare alla parallela integrazione (o accentramento) dei relativi poteri di regolamentazione e vigilanza. E il *legal environment* nazionale “pre - l. 262/05” non aveva assolutamente compiuto un tale passaggio.

Confortati dai risultati delle evidenze empiriche prese a confronto, si ritiene di non sbagliare attribuendo, in ultima analisi, alla l. 262/05 il ruolo di legge “traghettatrice” del sistema di regolamentazione e vigilanza italiano, da un versante privo dei presupposti necessari al salto verso la concentrazione dei poteri, ad un altro, sicuramente più predisposto allo stesso passaggio.

Peraltro, questo ruolo è rinvenibile (come già evidenziato) nel disposto degli artt. 23 e 44 della stessa legge. Essi, non solo sottolineano la rilevanza della procedura di delega cui il legislatore fa massicciamente ricorso nella legge, ma ne suggeriscono anche le procedure di esercizio. Fra tali procedure, una merita particolare menzione, poiché rispondente al corretto principio di valutare secondo criteri economici l’impatto delle scelte legislative: «*ciascuno schema di decreto (attuativo) deve essere corredato di relazione tecnica sugli effetti finanziari delle disposizioni in essi contenute (...)*» (art. 44 l. 262/05). «*gli atti regolamentari di Consob, BdI, Isvap e Covip (...) devono essere accompagnati da una relazione che ne illustra le conseguenze sulla regolamentazione, sull’attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori*» (art. 23 comma 2 l. 262/05).

## **Conclusioni**

La ricognizione delle tendenze europee (organizzative e regolamentari) relativamente ai sistemi di regulation e supervision del mercato degli strumenti finanziari suggerisce una prima, importante conclusione.

L'accentramento dei poteri, che di tali sistemi rappresentano il fondamento, va correttamente inquadrato in una prospettiva evolutiva, soprattutto laddove voglia spingersi verso la soluzione estrema dell'istituzione di un «single regulator».

In tale prospettiva, il fondamentale step intermedio consiste nel rafforzamento dei legami e dell'operatività tra le differenti Authorities intersettoriali, affinché tra le medesime cresca e si rafforzi la fiducia reciproca. Si tratta di un aspetto che, prima della formulazione della metodologia «Lamfalussiana», ha criticamente connotato il 1° livello della normazione comunitaria. In questa fase, il processo veniva rallentato dalla discussione sui dettagli che avrebbero dovuto connotare le disposizioni di attuazione a cura dei singoli Stati membri, e ciò, a causa essenzialmente della sfiducia reciproca tra gli Stati riguardo a tali modalità attuative.

Il coordinamento può fondarsi utilmente sulla struttura della «comitology», sul modello del CESR. Si è detto che quest'ultimo, costituito proprio dai rappresentanti delle autorità di vigilanza dei vari Stati, sfrutta questo più stretto contatto per suggerire loro interpretazioni, raccomandazioni, precisazioni e standard comuni, grazie ai quali si dovrebbe giungere ad un più uniforme recepimento della normativa primaria.

Quest'ultimo aspetto si ricollega direttamente all'altro elemento portante dell'attuale struttura comunitaria: l'uniformità della disciplina di riferimento, la quale ha ispirato l'opera e le conclusioni del Committee of Wise Men: *«More convergent regulatory and supervisory structures are vital to ensure that the future European Securities Regulators Committee, a key part of the*



*Committee's regulatory proposal, can function effectively»* (Committee of Wise Men, 2001).

La *comitology* introdotta dal *Lamfalussy Report* sembra aver dato esiti positivi in termini di maggiore rapidità nell'adozione delle normative, specialmente di livello 1 e 2.

In particolare, prendendo a riferimento l'*iter* seguito per l'adozione della «*Market Abuse Directive*» (2003/6/Ec), della «*Directive on prospectuses*» (2003/71/Ec), e della «*MiFid Directive*» (2004/39/Ec), si evidenzia come tra la presentazione delle proposte e la loro approvazione (al livello 1) il tempo intercorso è stato mediamente di 16,5 mesi. Il completamento al livello 2 (per le prime due direttive) si è concluso in 18 mesi; infine, tutta la durata della procedura (dalla presentazione al recepimento negli ordinamenti nazionali) è stata pari mediamente a 38 mesi, con un netto miglioramento rispetto ai tempi impiegati per adottare precedenti analoghe direttive (nel 1993, furono impiegati 4,5 anni per recepire la direttiva sui servizi di investimento e nel 1989 se ne impiegarono nove per quella sui prospetti).

Qualunque evoluzione futura circa la struttura amministrativa comunitaria cui assegnare i poteri di regolamentazione e vigilanza deve, inoltre, rispettare la fondamentale distinzione esistente tra regolamentazione, da un lato e vigilanza, dall'altro. Si tratta di un aspetto che rileva soprattutto in riferimento all'efficienza della *supervision*, la quale, per esplicarsi in pieno, necessita di sfruttare la vicinanza ai soggetti vigilati e, perciò, vede nelle singole Autorità nazionali la miglior sede presso cui svilupparsi.

L'uniformità e la trasparenza della normativa rappresentano elementi portanti anche del sistema italiano di regolamentazione e vigilanza, unitamente alla necessità di rafforzare la tutela dei risparmiatori.

In tal senso, la l. 262/05 è risultata assai meritevole.

Essa, stabilendo nuove disposizioni a tutela delle minoranze azionarie ed accorpendo secondo un più spiccato criterio “funzionale” i poteri dell'*authority* (Consob) chiamata a far rispettare detta tutela, ha colmato i vuoti che, in tema, presentava il *background* normativo di partenza.

Lungi dall'essere completa, una tale opera di arricchimento trova in ogni caso nella legge 262/05 una prima fonte di «*integrazione, rettifica e assestamento*» al sistema *quo ante*, il quale solo così modificato potrà condurre, in un prossimo futuro, all'ipotesi di un più accentuato grado di concentrazione dei poteri.

La natura di mero strumento integrativo della 262/05 si evince, d'altronde, dal massiccio ricorso che nella stessa si fa all'istituto della delega, con ciò volendo significare che interventi normativi più strutturati debbano avvenire necessariamente in un'altra sede.

Si conclude, dunque, che la 262/05 non poteva, in questa fase di «preventive rettifiche», presentarsi come legge di riordino del numero delle *Authorities* operanti nel settore finanziario e di riordino dei rispettivi poteri.

Non può esserlo, altresì, il decreto correttivo della l. 262/05 attualmente all'esame delle Camere.

In attuazione della delega contenuta nell'art. 43 della l. 262/05, il decreto “Pinza” si limita ad adeguare alle disposizioni della l. 262/05 il Testo Unico bancario, quello della Finanza e le altre leggi in qualche modo chiamate in causa dalla riforma. In definitiva, si tratta di un decreto di raccordo tra fonti, ma non assolutamente di un'iniziativa di riordino di poteri delle *Authorities*.

Peraltro, due proposte contenute nel decreto correttivo sembrano andare proprio in questa direzione, tanto che la BCE, nel parere del 3 novembre 2006 (CON/2006/51) richiestole dal Ministero italiano dell'Economia e delle Finanze, le individua come

strumenti di «ulteriore perfezionamento» del modello di vigilanza vigente in Italia.

Ci si riferisce anzitutto alla soppressione dell'art. 129 «Altri controlli» Tub, il quale prevedeva il potere della Banca d'Italia di autorizzare le emissioni obbligazionarie. La norma rappresentava il retaggio di una condizione dei mercati finanziari italiani ormai superata. Infatti, essa era finalizzata ad agire su mercati delle obbligazioni: a) di piccole dimensioni; b) che influenzavano fortemente la politica monetaria; c) gestiti in forma pubblicistica. Visto che allo stato attuale una norma di questo tipo non trova più ragion d'essere, il decreto correttivo la sostituisce con una disposizione che consente alla Banca d'Italia, esclusivamente, di richiedere a chi emette strumenti finanziari segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo, «*al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari*» (art. 1 comma 5 Decreto correttivo).

L'altro riferimento concerne quanto disposto dall'art. 1 del decreto correttivo in merito al CICR. E' previsto che il Presidente del Comitato possa invitare i Presidenti delle altre autorità di vigilanza a prendere parte alle riunioni del CICR, ogni qualvolta vengano trattati argomenti attinenti a materia di loro competenza. Tale modifica, a parere della BCE, è in linea con l'esigenza espressa dalla l. 262/05 di «*coordinamento tra le diverse autorità di vigilanza nel settore finanziario*».

In conclusione, si ritiene di non sbagliare attribuendo alla l. 262/05 (e, per conseguenza anche al decreto correttivo che vi raccorda la disciplina in materia finanziaria) il ruolo di legge «traghettrice» del sistema di regolamentazione e vigilanza italiano, da un versante privo dei presupposti necessari al salto verso la concentrazione dei poteri, ad un altro, sicuramente più predisposto allo stesso passaggio. Esito, quest'ultimo, confortato dai risultati dell'indagine empirica relativa alle determinanti

economico – strutturali che suggeriscono come disegnare il sistema di regolamentazione e controllo nei mercati finanziari, segnalando l'«impatto» economico delle scelte legislative.

Si ricorda, in merito, che il documento del Ministero del Tesoro britannico che ha preceduto il disegno di legge istitutivo del regolatore unico (FSA) è stato il frutto di una consultazione e, soprattutto, di un'evidenza empirica, ovvero di rilevazioni fatte direttamente «sul campo» circa le potenziali ricadute in termini di efficienza di un *single regulator*, nonché di fattibilità concreta del medesimo (Merusi, 2001).

## **Bibliografia**

## a) Monografie

G. FERRARINI, *Securities regulation and the rise of pan european securities markets: an overview*, in G. FERRARINI, G. HOPT E F. WYMEERSCH (a cura di), *Capital markets in the age of the euro*, Hague, 2002;

F. J. FABOZZI, F. MODIGLIANI, M. G. FERRI, *The role of the government in financial markets*, in F. J. FABOZZI, F. MODIGLIANI, M. G. FERRI, *Foundations of financial markets and institutions*, Prentice Hall, 1994.

P. BOTH et al., *The regulation of financial markets*, Iea, 2003;

B. E. GUP, *The new financial architecture: banking regulation in the 21st century*, Quorum Books, 2000;

D. N. CHORAFAS, *New regulation of the financial industry*, Macmillan, 2000;

G. MINERVINI (a cura di), *Le attività finanziarie. I controlli*, Il Mulino, 1990

E. GUALANDRI, *Il quadro normativo e di vigilanza sulle istituzioni creditizie*, in M. ONADO (a cura di), *La banca come impresa*, Il Mulino, 2004

L. CRISCUOLO, *Gli intermediari finanziari non bancari: attività, regole e controlli*, Cacucci, 2003;

E. ROSSI, *L'analisi economica del diritto: banche, società e mercati* (Atti del convegno Roma 2002), Cacucci, 2004;

E. CARDI, *Mercati e istituzioni in Italia: diritto pubblico dell'economia*, Giappichelli, 2005;

P. HOWELLS, K. BAIN, *Financial markets and institutions*, Pearson Education Limited, 2000

B. RAGANELLI

(2005)

*Un'autorità regolatrice con poteri di direzione ed oltre (Banca d'Italia)*, in S. VALENTINI ed AA. VV., *Diritto e istituzioni della regolazione*, Giuffrè

(2004)

*I mercati regolamentati*, Luiss University Press, 2004;

F. PERNAZZA, *Un'autorità a tutto tondo: la Consob*, in S. VALENTINI ed AA. VV., *Diritto e istituzioni della regolazione*, Giuffrè, 2005

F. DI FONZO, *L'istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (ISVAP)*, in S. VALENTINI ed AA. VV., *Diritto e istituzioni della regolazione*, Giuffrè, 2005

R. ARTONI et Al. (saggi di), *L'integrazione europea e la regolamentazione dei mercati finanziari*, Egea, 1992

P. BILANCIA, *Autorità amministrative indipendenti nazionali e processo di integrazione europea*, in F. GABRIELE, G. BUCCI, C.P. GUARINI, (a cura di), *Il mercato: le imprese, le istituzioni, i consumatori*, Cacucci, 2002

E. PACIOTTI, G. SALVI, *Enron e Parmalat. Due "sistemi-paese" a confronto*, Manni, 2005

C. P. GUARINI, *Riflessioni in tema di regolamentazione del mercato attraverso autorità indipendenti*, in F. GABRIELE, G. BUCCI, C.P. GUARINI, (a cura di), *Il mercato: le imprese, le istituzioni, i consumatori*, Cacucci, 2002

R. GROTE, T. MARAUHN, *The regulation of international financial markets*, Cambridge University Press, 2006

H. S. SCOTT, *International finance: law and regulation*, Thomson, 2004

G. MAZZEI, *Economia di mercato e diritti soggettivi nella evoluzione del diritto antitrust. Un'analisi di diritto comparato*, Esi, 2004

R. TITOMANLIO, *Autonomia e indipendenza delle authorities: profili organizzativi*, Giuffrè, 2000

T, PADOA SCHIOPPA, *Vigilanza globale: un termine alla ricerca di un contenuto*, Roma, 1998

F. MERUSI, *Il futuro della disciplina comunitaria degli intermediari finanziari*, in F. MERUSI, *Le leggi del mercato*, Il mulino, 2002

F. CAPRIGLIONE

(2005)

*L'ordinamento finanziario italiano*, Cedam, T. I

(2003)

*Applicabilità del nuovo diritto societario agli intermediari bancari e finanziari. Problemi e prospettive*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Nuovo diritto societario e intermediazione bancaria e finanziaria*, Cedam

J. R. MACEY, *Regulatory competition in the US Federal System: banking and financial services*, in D. ESTY, D. GERADIN, *Regulatory competition and economic integration. Comparative perspectives*, Oxford University Press, 2001

G. HERTIG, *Regulatory competition for EU financial services*, in D. ESTY, D. GERADIN, *Regulatory competition and economic integration. Comparative perspectives*, Oxford University Press, 2001

G. THIEFFY, *After the "Lamfalussy" Report: the first steps towards a European Securities Commission?*, in M. ANDENAS, Y. AVGERINOS, *Financial markets in Europe: Towards a single regulator?*, Kluwer Law International, 2003, pp. 183/210;

G. THIEFFY, *The case for a European securities commission*, in E. FERRAN, C. A. E. GOODHART (edited by), *Regulating financial services and markets in the twenty first century*, Hart Publishing, 2001

K. ALEXANDER, *The need for efficient international financial regulation and the role of a global supervisor*, in E. FERRAN, C. A. E. GOODHART (edited by), *Regulating financial services and markets in the twenty first century*, Hart Publishing, 2001



R. M. LASTRA, *Regulating European Securities Markets: beyond the Lamfalussy report*, in M. ANDENAS, Y. AVGERINOS, *Financial markets in Europe: Towards a single regulator?*, Kluwer Law International, 2003

J. H. DALHUISEN, *Towards a single European capital market and a workable system of regulation*, in M. ANDENAS, Y. AVGERINOS, *Financial markets in Europe: Towards a single regulator?*, Kluwer Law International, 2003

D. GUNTHER, F. SCHAFER, *Linking member state and european administrations. The role of committees and comitology*, in M. ANDENAS, A. TURK, *Delegated legislation and the role of committees in the EC*, Kluwer Law International

G. DI GIORGIO, C. DI NOIA, L. PATTI, *Financial Market Regulation: the case of Italy and a proposal for the Euro area*, in M. ANDENAS, Y. AVGERINOS, *Financial markets in Europe: Towards a single regulator?*, Kluwer Law International, 2003

G. DI GIORGIO, C. DI NOIA (a cura di), *Intermediari e mercati finanziari*, Il Mulino, 2004

A. MARCIANO, J.M. JOSSELINE, *The economics of harmonizing European law*, Elgar, 2002

Y.V. AVGERINOS, *Regulating and supervising investment services in the European Union*, Palgrave Macmillan, 2003

S. BERGSTRASSER, *Cooperation between supervisors*, in G. FERRARINI (a cura di), *European securities market*, Kluwer Law International, 1998

A.STILO, *La tutela del risparmiatore nei mercati finanziari: il ruolo della Consob*, in P. PERLINGIERI (a cura di), *Authorities e tutela della persona*, Esi, 1999

G. BOSCO, *Brevi riflessioni sulle Autortia amministrative indipendenti e sull'attività di vigilanza della Banca d'Italia a tutela del risparmio*, in P. PERLINGIERI (a cura di), *Authorities e tutela della persona*, Esi, 1999

L. MERCATI, *Le interrelazioni ed i raccordi tra gli organismi di vigilanza sul cosiddetto sistema finanziario*, in F. BELLI (a cura di), *La disciplina amministrativa del credito e della*

*finanza. Nel passaggio dalla legislazione del 1936-1938 al testo unico del 1993*, Siena, 1995

E. FERRAN, C. A. E. GOODHART, *Regulating financial services and markets in the twenty first century: an overview*, in E. FERRAN, C. A. E. GOODHART (edited by), *Regulating financial services and markets in the twenty first century*, Hart Publishing, 2001

H. DAVIES, *Reforming financial regulation: progress and priorities*, in E. FERRAN, C. A. E. GOODHART (edited by), *Regulating financial services and markets in the twenty first century*, Hart Publishing, 2001

C. MAYER, *Regulatory principles and the financial services and markets Act 2000*, in E. FERRAN, C. A. E. GOODHART (edited by), *Regulating financial services and markets in the twenty first century*, Hart Publishing, 2001

E. WYMEERSCH, *Regulating European markets: the harmonisation of securities regulation in Europe in the new trading environment*, in E. FERRAN, C. A. E. GOODHART (edited by), *Regulating financial services and markets in the twenty first century*, Hart Publishing, 2001

K. LANNOO, *Challenges to the structure of financial supervision in the 22<sup>nd</sup>*, SUERF Colloquium, Wien, 2000

C. DI NOIA, *Considerazioni sugli assetti dei controlli sul sistema finanziario italiano ed europeo*, in C. SCHENA (a cura di), *Regolamentazione antitrust e strategie delle banche*, ?, 2002

J. J. M.KREMERS, D. SCHOENMAKER, P. J. WIERTS, *Financial Supervision in Europe*, Elgar, 2003

G. CONSOLI, I. DE SANTIS, *Ruolo e funzioni della Financial Services Authority*, in «Bollettino Ceradi», Luiss Guido Carli, 2003, n. 1

L. ARCIDIACONO, *La vigilanza nel diritto pubblico*, Cedam, 1984

R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Cedam 2004, vol. VIII

M. BELCREDI, *Regolamentazione e supervisione dell'attività di intermediazione finanziaria: teoria e pratica*, in G. NARDOZZI, G. VACIAGO, (a cura di), *La riforma della Consob nella prospettiva del mercato mobiliare europeo*, Il Mulino, 1994

G. NARDOZZI, *Prospettive di regolamentazione e di sviluppo dei mercati mobiliari*, in AA. VV., *L'integrazione europea e la regolamentazione dei mercati finanziari*, Egea, 1992.

A. FINOCCHIARO, A.M. CONTESSA (a cura di), *La Banca d'Italia. Organizzazione e funzioni*, Bancaria, 2003

C. GOODHART, P. HARTMANN, D. LLEWELLYN, L. ROJAS SUAREZ, S. WEISBROD, *Financial Regulation. Why, how and where now?*, Routledge, 1998

FONDAZIONE CENTRO INTERNAZIONALE SU DIRITTO SOCIETA' ED ECONOMIA (promosso da),  *Mercati finanziari e sistema dei controlli: atti del Convegno*, Courmayeur 2004, Giuffrè, 2005;

M. CERA (a cura di), *La regolazione dei soggetti finanziari nell'attività normativa delle autorità*, Giuffrè, 2002

H. ERGAS, A. MACCHIATI, S. MICOSI, *Le ragioni economiche*, in F. KOSTORIS PADOA SCHIOPPA (a cura di), *Le Autorità indipendenti ed il buon funzionamento dei mercati*, Il Sole 24 ore, 2002

L. CARDIA, A. DESIATA, E. LETTA, B. TABACCI, *Unità o pluralità delle Autorità nei mercati finanziari?*, in F. KOSTORIS PADOA SCHIOPPA (a cura di), *Le Autorità indipendenti ed il buon funzionamento dei mercati*, Il Sole 24 ore, 2002

F. CAVAZZUTI, F. DENOZZA, M.T. SALVEMINI, *La Consob e i problemi posti dall'internazionalizzazione dei mercati borsistici*, in F. KOSTORIS PADOA SCHIOPPA (a cura di), *Le Autorità indipendenti ed il buon funzionamento dei mercati*, Il Sole 24 ore, 2002

G. MANGHETTI, A. DESIATA, M. MESSORI, L. FRANCIOSI, A. FRIGESSI, *I rischi del settore assicurativo e il ruolo dell'Isvap e della Covip*, in F. KOSTORIS PADOA SCHIOPPA

(a cura di), *Le Autorità indipendenti ed il buon funzionamento dei mercati*, Il sole 24 ore, 2002

M. RISPOLI FARINA, *Crisi finanziarie e riforme del sistema di vigilanza*, in M. RISPOLI FARINA (atti a cura di), *La vigilanza sul mercato finanziario*, Giuffrè, 2005

S. AMOROSINO, *La difficile riforma delle autorità di vigilanza "finanziarie"*, in M. RISPOLI FARINA (atti a cura di), *La vigilanza sul mercato finanziario*, Giuffrè, 2005

G. ROTONDO, *Evoluzione della vigilanza nel sistema finanziario e tutela della concorrenza*, in M. RISPOLI FARINA (atti a cura di), *La vigilanza sul mercato finanziario*, Giuffrè, 2005

M. ONADO

(2005)

*La vigilanza bancaria nella dimensione europea*, in M. RISPOLI FARINA (atti a cura di), *La vigilanza sul mercato finanziario*, Giuffrè

(2001)

*Regolamentazione finanziaria in Europa e in Italia*, in L. DE ROSA (a cura di), *Sistemi bancari e finanziari internazionali: evoluzione e stabilità*, Laterza

M. LAMANDINI, *Autorità di vigilanza e mercati finanziari: verso un ridisegno delle competenze?*, in M. RISPOLI FARINA (atti a cura di), *La vigilanza sul mercato finanziario*, Giuffrè, 2005

E. MONACI, *Collaborazione tra le autorità di vigilanza nel mercato finanziario*, in F. BELLI, M.E. SALERNO, *La riforma del mercato finanziario e le nuove regole di "governo" societario*, Giuffrè, 2002

A. BRONZETTI, *Collaborazione tra gli organi di vigilanza*, in F. BELLI, M.E. SALERNO, *La riforma del mercato finanziario e le nuove regole di "governo" societario*, Giuffrè, 2002

A. ANTONUCCI, *La vigilanza bancaria nell'Unione Europea: fra cooperazione e "metodo Lamfalussy"*, in Studi in onore di Piero Schlesinger, T. V, Giuffrè, 2004

G. ALPA, *L'armonizzazione del diritto comunitario dei mercati finanziari nella prospettiva della tutela del consumatore*, in Studi in onore di Piero Schlesinger, T. V, Giuffrè, 2004

D. MASCIANDARO

(2005)

*Handbook of central banking and financial authorities in Europe. New architectures in the Supervision of financial Markets*, Elgar;

(2004a)

*La riforma delle autorità di supervisione finanziaria: lezioni internazionali per il caso italiano*, in FONDAZIONE ROSSELLI, *Nono rapporto sul Sistema Finanziario italiano "La competitività dell'industria bancaria"*, Edibank

(2004b)

*Financial intermediation in the new Europe*, Elgar;

D. MASCIANDARO, A. PORTA

(2004)

*Ruolo e poteri delle autorità di controllo sui mercati finanziari in Europa*, in NEWFIN, *L'innovazione finanziaria. Osservatorio Newfin 2004*, *Bancaria*

(2003)

*Ruolo e poteri delle autorità di controllo sui mercati finanziari nella prospettiva dell'allargamento europeo*, in FONDAZIONE ROSSELLI, *Ottavo rapporto sul sistema finanziario italiano. Oltre la crisi. Le banche tra le imprese e le famiglie*, Edibank

A. PORTA

(1993)

*Intermediazione bancaria e mercati mobiliari: analisi comparata e problemi di regolamentazione*, UniBocconi;

(1992)

*L'integrazione europea e la regolamentazione dei mercati finanziari*, Egea;

P. BONGINI, M.L. DI BATTISTA, L. NIERI, A. PATARNELLO, *Il sistema finanziario*, Il Mulino, 2002;

V. DESARIO, *Ruolo e responsabilità delle istituzioni: la Banca d'Italia*, in FONDAZIONE ROSSELLI, Secondo rapporto sul sistema finanziario italiano. *Quali banche in Italia? Mercati, assetti proprietari, controlli*, Edibank, 1996

M. ONADO

(2004)

*La tutela del risparmio in Italia*, in FONDAZIONE ROSSELLI, Nono rapporto sul Sistema Finanziario italiano. *La competitività dell'industria bancaria*, Edibank

(1996)

*Ruolo e responsabilità delle istituzioni: la Consob*, in FONDAZIONE ROSSELLI, Secondo rapporto sul sistema finanziario italiano. *Quali banche in Italia? Mercati, assetti proprietari, controlli*, Edibank

G. SANGIORGIO

*Ruolo e responsabilità delle istituzioni: L'Isvap*, in FONDAZIONE ROSSELLI, Secondo rapporto sul sistema finanziario italiano. *Quali banche in Italia? Mercati, assetti proprietari, controlli*, Edibank, 1996

L. CAFAGNA, S. SCIOLLI, *Ruolo e responsabilità delle istituzioni: l'Autorità antitrust*, in FONDAZIONE ROSSELLI, Secondo rapporto sul sistema finanziario italiano. *Quali banche in Italia? Mercati, assetti proprietari, controlli*, Edibank, 1996

D. PORRINI, G. B. RAMELLO, *I limiti dell'intervento Antitrust nel mercato bancario: stabilità, regolamentazione e concorrenzialità*, in FONDAZIONE ROSSELLI, Ottavo rapporto sul sistema finanziario italiano. *Oltre la crisi. Le banche tra le imprese e le famiglie*, Edibank 2003

G. DE MINICO, *Antitrust e Consob. Obiettivi e funzioni*, Cedam, 1997;

G. GIRAUDI, M.S. RIGHETTINI, *Le autorità amministrative indipendenti*, Laterza, 2001;

F. MERUSI, M. PASSARO, *Le autorità indipendenti*, Il Mulino, 2003;

S. CASSESE, C. FRANCHINI, *I garanti delle regole*, Il Mulino, 1996;

S. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Laterza, 2004.

M. DE BENEDETTO, *L'Autorità garante della concorrenza e del mercato*, Il Mulino, 2000;

M. CLARICH, *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Il Mulino, 2005;

P. CAVALIERI, G. DALLE VEDOVE, P. DURET, *Autorità indipendenti e Agenzie. Una ricerca giuridica interdisciplinare*, Cedam, 2003;

S. NICODEMO, *Gli atti normativi delle Autorità indipendenti*, Cedam, 2002;

G. TESAURO, M. D'ALBERTI, *Autorità garante della concorrenza e del mercato. Regolazione e concorrenza*, Il Mulino, 2000;

L. AMMANATI, *La concorrenza in Europa. Sistemi organizzativi e autorità di garanzia*, Cedam, 1998;

G. VACIAGO, *Manuale per il 1993 e oltre. Strutture, sistemi e strategie bancarie*, Edibank, 1993;

R. CORIGLIANO, *L'intermediazione finanziaria. Strutture, funzioni, controlli*, Bnomia University, 2002;

M. VENTORUZZO (atti raccolti da), *Nuovo diritto societario e analisi economica del diritto: seminari di studio*, UniBocconi 21/05-11/06 2004, Egea, 2005;

**b) Articoli tratti da riviste**

E. HERTING, *Regulatory competition for EU Financial services*, in «Journal of international economic law», 2000, n. 2, p. 100;

L. PROIETTI, F. SANTOBONI, A. VINCIONI, *La vigilanza dei sistemi finanziari nell'area del SEBC. Le recenti tendenze evolutive*, in «Banche e banchieri», 2006, n. 1, pp. 5/23;

D. ALFORD, *The Lamfalussy process and EU bank regulation: preliminary assessment and future prospects*, in «J.I.B.L.R.», 2006, n. 2, pp. 59/68;

L. FACCINCANI, *La nuova disciplina normative sul market abuse: un passo verso un recupero di credibilità dei mercati finanziari*, in «Banche e banchieri», 2006, n. 2, pp. 112/129;

E. VOS, *Reforming the European Commission: what role to play for EU agencies?*, in «European law journal», 1995, pp. 180 e ss.;

R. DEHOUSSE, *Regolazione attraverso reti nella comunità europea: il ruolo delle agenzie europee*, in «Riv. it. dir. pubbl.», 1997, P. I, pp. 648 e ss.;

E. GUALANDRI, *Unione monetaria europea: temi di vigilanza*, in «Banche e banchieri», 1997, pp. 125 e ss.;

V. DESARIO, *Le regole per il mercato creditizio e finanziario*, in «Boll. ec. BdI», 1994, n. 22;

A. OMARINI, *Cause, vantaggi e limiti della globalizzazione dei mercati finanziari*, in «Banche e banchieri», 1995, pp. 565;

X. FREIXSAS, P. HARTMANN C. MAYER, *The assessment: european financial integration*, in «Oxford review of economic policy», 2004, n. 4, pp.475/489;

E. WYMEERSCH, *The future of financial regulation and supervision in Europe*, in «Common market law review», 2005, n. 42, pp. 987 e ss.



G. FERRARINI, *Verso un'autoregolamentazione della borsa e degli altri mercati organizzati*, in «Banca impr. soc.», 1996, p. 105 e ss.;

M. PELLEGRINI, *Riflessioni a margine sulla direttiva CE in materia di prospetti informativi per l'offerta pubblica e per l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari*, in «Mondo banc.», 2006, n. 1, pp. 21/29;

L. PANZANI, *Le linee guida della riforma della tutela del risparmio. Introduzione al dibattito*, in «Società», 2005, n. 3, pp. 277/280;

A. G. GRASSO, E. GUALANDRI, *Verso un nuovo assetto regolamentare e di vigilanza nell'UE: l'evoluzione dopo Fsap e Comitology*, in «Bancaria», 2005, n. 12, pp. 54/71;

P. SCHLESINGER

(2004a)

*Il progetto di riforma del risparmio e le rivincite della politica*, in «Corr. giur.», n. 6, pp. 705/708;

(2004b)

*La riforma della tutela del risparmio. Il progetto del Governo*, in «Corr. giur.», n. 3, pp. 285/287;

F. RECINE

(2006)

*La Direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MIFID): nuove regole sulla cooperazione tra le autorità di vigilanza*, in «Dir. banc. e merc. fin.», n. 2, pp. 303/328;

(2004)

*The new framework for cooperation between supervisory authorities in the markets in financial instruments directive*, in «European banking and financial law journal», 2004, n. 2, pp. 335/364;

L. SPAVENTA, *Note su una creatura non nata: il disegno di legge sulla tutela del risparmio*, in «Mercato concorrenza», 2005, n. 2, pp. 425/445;

F. CAFAGGI, *La responsabilità dei regolatori privati. Tra mercati finanziari e servizi professionali*, in «Mercato concorrenza», 2006, n. 1, pp. 9/59;

A. ROSA, S. VINCI, F. VOLPE, *La regolamentazione delle Autorità in materia di soggetti finanziari fra concorrenza e sovrapposizioni*, in M. CERA, G. PRESTI, M. RESCIGNO, *Autorità indipendenti. Evoluzione della specie e lotta per la sopravvivenza*, in «Analisi giuridica dell'economia», 2002, n. 2, pp. 535/552;

M. POLO, *Le autorità indipendenti: un'analisi economica e una proposta di riordino*, in M. CERA, G. PRESTI, M. RESCIGNO, *Autorità indipendenti. Evoluzione della specie e lotta per la sopravvivenza*, in «Analisi giuridica dell'economia», 2002, n. 2, pp. 381/384 (369);

M. PERASSI, *Regolatori comunitari e nazionali nello scenario europeo. Modelli decentrati e a rete*, in M. CERA, G. PRESTI, M. RESCIGNO, *Autorità indipendenti. Evoluzione della specie e lotta per la sopravvivenza*, in «Analisi giuridica dell'economia», 2002, n. 2, pp. 503/507;

BEHRENS, *The institutional architecture of global financial markets*, in «Maastricht Journal of European and Comparative law», 1999, n. 3;

M. MEGLIANI, *Il quadro evolutivo dei mercati finanziari europei nella prospettiva internazionale*, in «Dir. Un. Eur.», 2001, n. 4, pp. 677/731;

MOLONEY, *New frontiers in EC capital markets law: from market construction to market regulation*, in «Common market law review», 2003, p. 814;

G. GODANO, *Il progetto di riforma dell'architettura finanziaria in Europa*, in «Dir. Un. Eur.», 2004, n. 1, pp. 213/222;

A. PRETO, *La nuova comitologia: prime note alla decisione 1999/468/CE del Consiglio del 28 giugno 1999 recante modalità per l'esercizio delle competenze di esecuzione conferite alla Commissione*, in «Riv. it. dir. pubbl. com.», 1999, n. 6, pp. 1497/1510;

G. TIBERI, *La riforma della comitatologia*, in «Quad. cost.», 2000, n. 2, pp. 469/476;

F. VELLA, *Gli assetti organizzati del sistema dei controlli tra i mercati globali e ordinamenti nazionali*, in «Banca borsa», 2001, p. 351 e ss. (non trovato!)

I. BORRELLO, *L'organizzazione sovranazionale ed internazionale della vigilanza sul credito*, in «Riv. trim. dir. pubbl.», 1999, P. I, n. 2, pp. 423/447;

F. PIGA, *Considerazioni sui profili istituzionali del controllo sull'intermediazione finanziaria*, in «Pol. dir.», 1987, n. 3, pp. 463/467;

G. VISENTINI, *Intermediari, attività e mercati finanziari: problemi di regolamentazione legislativa*, in «Pol. dir.», 1987, n. 3, pp. 469/490;

V. COLANTUONI, *La Consob nella rete europea e sovranazionale dei poteri pubblici*, in «Dir. Un. Eur.», 1999, n. 2, pp. 269/298;

S. AMOROSINO, *Le amministrazioni di regolazione dei mercati finanziari e della concorrenza: gli elementi strutturali per un modello comune*, in «Banca borsa», 1995, P. I, p. 58 e ss.;

F. CAVAZZUTI, *La riforma delle autorità indipendenti: appunti per un dibattito*, in «Giur. comm.», 2002, P. I, p. 564 e ss.;

X. VIVES, *Restructuring financial regulation in the European monetary union*, «Journal of financial services research», 2001, n. 19, p. 57/82;

G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislative*, in «Riv. soc.», 2006, n. 1, p. 1 e ss.;

T. BECK, A. DEMIRGUC KUNT, R. LEVINE, *A new database on financial development and structure*, in «World bank economic review», 2001, n. 14, p. 597 e ss.;

G. DI GIORGIO, C. DI NOIA

(2003)

*Financial market regulation and supervision: how many peaks for the euro area?*, in «Brooklyn Journal of international Law», n. 28, p. 463 e ss.

A.SCHOENMAKER, *Financial supervision: from national to European*, in «Financial and monetary studies», 2003

E.A.J. GEORGE, *Some thoughts on financial regulation*, in «Bank of England Quarterly Bulletin», 1996, p. 213;

M. VIETTI, *La tutela del risparmio e la riforma del diritto societario*, in «Società», 2005, n. 3, p. 286 e ss;

M. ONADO

(2004)

*La tutela del risparmio in Italia e l'assetto ottimale della regolamentazione*, in «Bancaria», n. 10, p. 28;

(1997)

*L'evoluzione della vigilanza in campo finanziario: dalla ripartizione per soggetti alla ripartizione per finalità*, in «Dir. e econ.», p. 135 ss;

R. LENER, *Il sistema di vigilanza sugli intermediari nel mercato mobiliare*, in «Dir. ed econ.», 1998, p. 157 ss;

V. SALAFIA, *La legge sul risparmio*, in «Società», 2006, n. 2, p. 137 e ss;

D. BEVILACQUA, *Le riforme della vigilanza finanziaria in una prospettiva comparatistica*, in «Giorn. dir. amm.», 2005, n. 2, p. 209 e ss.;

P. ABBADESSA, *La nuova riforma del diritto societario secondo il testo unificato dei progetti di legge per la tutela del risparmio*, in «Società», 2005, n. 3, p. 280 e ss;

M. HOPPER, J. STAINSBY, *Principles-based regulation, better regulation?*, in «J.I.B.L.R.», 2006, n. 7, p. 387 e ss.

G. MONTEDORO, *Le amministrazioni indipendenti e la vigilanza sui mercati finanziari*, in «Foro amm.», 2004, n. 10, p. 2998 e ss.

M. SARCINELLI

(2004)

*La vigilanza sul sistema finanziario: obiettivi, assetti e approcci*, in «Moneta e credito», 2004, n. 227, pp. 233 e ss.;

(2002)

*L'organizzazione e la distribuzione dei compiti tra le autorità nazionali e quelle europee per la vigilanza bancaria e finanziaria*, in «Riv. banc.», n. 5, p. 11 e ss.;

M. QUAGLIARIELLO, *I rapporti tra banche e assicurazioni in Italia e in Europa: aspetti empirici e problemi di regolamentazione*, in «Riv. Banc.», 2001, n. 4, p. 67 e ss.

F. SANTOBONI, A. VINCIONI, *La vigilanza nei sistemi finanziari in Europa. Analisi comparativa*, in «Riv. banc.», 2002, n. 3, p. 31 e ss.;

R. FILOSA, *Regolamentazione e vigilanza sulle istituzioni e i mercati finanziari: accentramento al livello europeo?*, in «Riv. banc.», 2002, n. 2, p. 23 e ss.

A. DESIATA, *La riforma delle autorità: unità o pluralità nei mercati finanziari?*, in «Riv. banc.», 2002, n. 2, p. 55 e ss.

M. QUAGLIARIELLO, *L'assetto istituzionale della vigilanza finanziaria: il dibattito in letteratura*, in «Riv. banc.», 2003, n. 4-5, p. 21 e ss.;

F. COLOMBINI, M. SALVINI, *L'assicurazione-banca. Motivazioni ed esperienze in Europa e Italia*, in «Banche banchieri», 2005, n.4, p. 287 e ss.;

S. GENTILE, *La regolamentazione del sistema finanziario nel Regno Unito con particolare riferimento alla disciplina dell'intermediazione mobiliare*, in «Dir. banc. e merc. fin.», 2001, n. 4, p. 208 e ss.;

F. VELLA, *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*, in «Banca impr. soc.», 2001, n. 3, p. 351 e ss.;

S. AMOROSINO, *I modelli delle vigilanze pubblicistiche sui mercati finanziari*, in «Bancaria», 2005, n. 3, p. 34 e ss.;

R. COSTI

(2004)

*L'assetto della vigilanza sul mercato finanziario nei progetti di riforma*, in «Giur. comm.», n. 5, p. 1042 e ss.;

(2001)

*Sul coordinamento tra autorità di vigilanza*, in «Banca impr. soc.», n. 3, p. 417 e ss.;

L. ESPOSITO, *I rischi e gli obiettivi della vigilanza finanziaria. Il caso della Financial Services Authority britannica*, in «Bancaria», 2005, n. 1, p. 79 e ss.;

M. VINCENZINI – P. PORRETTA, *La riforma delle authority finanziarie secondo un approccio comunicazione-sistemico*, in «Bancaria», 2003, n. 7-8, p. 40 e ss.;

E. PAGNONI (commento a cura di), *Le novità contenute nel d.d.l. per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, in «Società», 2004, n. 7, p. 905 e ss.;

M. MESSORI, *La legge sulla tutela del risparmio: un'altra occasione mancata*, in «Banca impr. soc.», 2004, n. 3, p. 405 e ss.;

G. OLIVIERI, *Tutela del risparmio e concentrazioni bancarie: il ruolo dell'Antitrust*, in «Banca impr. soc.», 2004, n. 3, p. 439 e ss.;

M. BESSONE, *Mercato mobiliare e tutela degli investitori*, in «Ec. dir. terz.», 2005, n. 2, p. 417 e ss.;

M. CONDERMI, *Concorrenza e mercato finanziario: il caso italiano alla luce dei recenti orientamenti giurisprudenziali e delle proposte di riordino degli organismi di vigilanza*, in «Mondo banc.», 2004, n. 4, p. 75 e ss.;

G. GUARINO, *Osservazioni sul disegno di legge preventivo avente ad oggetto: "Provvedimenti per la tutela del risparmio"*, in «Mondo banc.», 2004, n. 1, p. 11 e ss.;

F. CAPRIGLIONE

(2006a)

*Quali regole, quale autorità di vigilanza per l'ordinamento finanziario italiano*, in «Mondo bancario», n. 2-3, p. 49 e ss.

(2006b)

*Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (L. n. 262 del 2005)*, in «Banca borsa», n. 2, P. I, p. 125 e ss.;

(2004a)

*Diritto comunitario e tutela del risparmio*, in «Ngcc», P. II, p. 664 e ss.;

(2004b)

*Riflessioni a margine del DDL governativo recante provvedimenti sulla tutela del risparmio*, in «Mondo banc.», n. 1, p. 19 e ss.;

(1996)

*Amministrazione e autoregolazione del mercato finanziario*, in «Riv. dir. civ.», 1996, P. II, pp. 9 e ss.;

M. SELLA, G. NARDOZZI, F. BONELLI, F. GALGANO, S. CASSESE, P. SEVERINO, *Atti del convegno "La tutela del Risparmio"*, Roma, 23 giugno 2004, in «Bancaria», 2004, n. 7-8, p. 34 e ss.;

M. HALL, *The evolution of financial regulation and supervision in the UK: why we ended up with the financial services authority*, in «Banca impr. soc.», 2001, n. 3, p. 377 e ss.;

G. CAMMARANO, *Esigenze economiche e modelli organizzativi di vigilanza*, in «Banca impr. soc.», 2001, n. 3, p. 413 e ss.;

G. MINERVINI, *Coordinamento degli organismi di controllo in sede europea. Coordinamento degli organismi di controllo in sede nazionale*, in «Banca impr. soc.», 2001, n. 3, p. 421 e ss.;

E. COLCERA, *I sistemi di vigilanza delle società italiane quotate nei mercati regolamentati: il Sarbanes-Oxley act, un modello per l'Italia?*, in «Società», 2005, n. 6, pp. 791/801;

F. MERUSI

(2006)

*Diritto contro economia. Resistenze all'innovazione nella legge sulla tutela del risparmio*, in «Banca impr. soc.», n. 1, pp. 3/17;

(2001)

*Ex pluribus unum? I termini del problema sull'unificazione dei regolatori finanziari*, in «Banca impr. soc.», n. 3, p. 423 e ss.;

F. CESARINI, *La regolamentazione tra sistemi nazionali e mercato unico*, in «Banca impr. soc.», 2001, n. 3, p. 427 e ss.;

P. CIOCCA, *Vigilanza: una o più istituzioni?*, in «Banca impr. soc.», 2001, n. 3, p. 429 e ss.;

G. MANGHETTI, *Quali soluzioni istituzionali nell'Unione europea*, in «Banca impr. soc.», 2001, n. 3, p. 435 e ss.;

G. TESAURO, *Il controllo antitrust nel settore bancario*, in «Banca impr. soc.», 2001, n. 3, p. 443 e ss.;

S. COTTERLI, *Forme e rischi dell'integrazione tra settori finanziari: dai gruppi ai conglomerati finanziari*, in «Banca impr. soc.», 2004, n. 2, p. 263;

F. BENEDETTO – S. DI CASTRI, *Il caso Parmalat e l'indipendenza dei controllori: amministratori, sindaci e revisori alla prova del crack*, in «Banca impr. soc.», 2005, n. 2, p. 211;

M. SELLA, *Banche, imprese e tutela del risparmio*, in «Bancaria», 2004, n. 2, p. 2 e ss.;

A. CARRETTA, P. SCHWIZER, *La vigilanza Bancaria dopo i controlli interni: verso la consulenza regolamentare e il knowledge management*, in «Bancaria», 2004, n. 2, p. 19 e ss.;

A. GOLA, A. ROSSELLI, F. SPADAFORA, *Il trasferimento del rischio di credito tra banche e assicurazioni nel Regno Unito*, in «Bancaria», 2004, n. 2, p. 71 e ss.;

P. MASI, *L'attività di controllo del sistema dei pagamenti inglese*, in «Bancaria», 2004, n. 4, p. 74 e ss.;

S. CIANFEROTTI, *La riforma della vigilanza del sistema bancario e finanziario inglese: il ruolo del Financial Services Authority*, in «Bancaria», 2000, n. 5, p. 75 e ss.;



- S. CIANFEROTTI, L. LAPUCCI, S. PAOLINI, *La nuova normativa in materia di tutela del risparmio e disciplina dei mercati finanziari*, in «Quaderno Studi e note di ec.», 2005, n. 10, p.
- F. BONADUCE, R. CAPPARIELLO, G. FALCHI, *La vigilanza sul sistema bancario negli Stati Uniti*, in «Bancaria», 2004, n. 1-2, p. 94 e ss.;
- A. CASTIELLO D'ANTONIO, *Profili problematici della class action nel disegno di legge in discussione*, in «Bancaria», 2005, n. 10, p. 66 e ss.;
- M. DI STASO, *La Financial Services Authority: un esempio di autorità unica*, in «Bollettino Ceradi», Luiss Guido Carli, 2004, n. 2;
- A. BENEDETTI, *Il parere dell'Autorità Garante della concorrenza e del mercato alla Banca d'Italia nell'applicazione della disciplina della concorrenza al settore creditizio*, in «Mondo banc.», 2003, n. 5, p. 11 e ss.;
- G. ROTONDO, *Applicazione del diritto antitrust alle imprese assicurative ed evoluzione dei controlli nel sistema finanziario*, in «Banca impr. soc.», 2005, n. 1, p. 35 e ss.;
- M. CLARICH, *Per uno studio sui poteri normativi della Banca d'Italia*, in «Banca impr. soc.», 2003, n. 1, p. 39 e ss.;
- F. TERRANO, *Armonie e dissonanze tra autorità nell'applicazione della normativa antitrust al comparto creditizio*, in «Banca impr. soc.», 2000, n. 3, p. 463 e ss.;
- A. MAZZONI, *Concorrenza, coordinamento e conflitti tra le regole di mercato*, in «Riv. soc.», 2005, n. 4, p. 716 e ss.;
- A. MARTELLONI, *La recente direttiva comunitaria in tema di vigilanza «supplementare» sulle imprese appartenenti ad un conglomerato finanziario: prime riflessioni*, in «Dir. banc. merc. fin».
- F. FIMMANO', *I gap di informazione e controllo nei crac Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma*, in «Società», 2004, n. 4, p. 401 e ss.;

R. PARDOLESI – A.M.P. – A. PORTOLANO, *Latte, lacrime (da coccodrillo) e sangue (dei risparmiatori). Note minime sul caso Parmalat*, in «Mercato concorrenza», 2004. n. 1, p. 195 e ss.;

B.ANDO', *Omesso controllo dell'Autorità di vigilanza e risarcimento del danno subito dai risparmiatori*, in «Mondo bancario», 2003, n. 3, p. 61 e ss.;

F. COLOMBINI - M. SALVINI, *L'assicurazione – banca. Motivazioni ed esperienze in Europa e Italia*, in «Banca e banchieri», 2005, n. 4, p. 287 e ss.;

M. MAZZUCA, *La vigilanza Bancaria e il nuovo accordo di Basilea*, in «Bancaria», 2004, n. 3, p. 222 e ss..

G. DI GIORGIO, C. DI NOIA, L. PIATTI, *Reshaping financial market regulation and supervision in Italy*, in «Riv. it. Econ.», 2001, n. 1, pp. 31/60;

L. TORCHIA, *Verso una Banca d'Italia repubblicana ed europea?*, in «Giorn. dir. amm.», 2006, n. 3, pp. 273/279;

A.RAGANELLI, *I nuovi assetti dei mercati finanziari: quale organizzazione della vigilanza?* Convegno Carisbo – Cassa di Risparmio di Bologna, 4 maggio 2001, in «Bollettino Ceradi Luiss», maggio 2001;

C.B. MORRA, *La regolamentazione delle attività finanziarie in Europa. Il ruolo delle Autorità*, in M. CERA, G. PRESTI, M. RESCIGNO, *Autorità indipendenti. Evoluzione della specie e lotta per la sopravvivenza*, in «Analisi giuridica dell'economia», 2002, n. 2, pp. 517/533;

L. BENVENUTO, *I poteri di regolazione delle Autorità indipendenti*, in in M. CERA, G. PRESTI, M. RESCIGNO, *Autorità indipendenti. Evoluzione della specie e lotta per la sopravvivenza*, in «Analisi giuridica dell'economia», 2002, n. 2, pp. 553/561;

COMMITTEE OF WISE MEN, *Committee of Wise Men's final report on the Regulation of European Securities Markets, in Financial services and EC Law materials and cases*, in «Amsterdam financial series», May 2005, suppl. 29, p. 131/248;

R. RORDORF, *La Consob come autorità indipendente nella tutela del risparmio*, in «Foro it.», 2000, P. IV-V, p. 146 e ss.

**e) Papers/Atti di convegno**

B. ALEMANNI, *L'integrazione dei mercati finanziari nell'era dell'Euro*, in «NewFin Working Paper Bocconi University», 2003, n. 6

R. A. CASTELNUOVO, *Verso un sistema bancario e finanziario europeo? Aspetti generali dell'analisi comparata tra sistemi finanziari*, in «Quaderni ricerche n. 60 Ente per gli studi monetari bancari e finanziari Luigi Einaudi», 2005;

NARDOZZI, BALESTRIERI, *Finanza europea e americana nella competizione tra banche*, in «Verso un sistema bancario e finanziario europeo?», «Quaderni ricerche n. 53 Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi», 2003;

R. FILOSA, *Stile di vigilanza e struttura finanziaria, in Towards a european banking and financial system?*, «Quaderni ricerche n. 52 Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi», 2003;

C. B. MORRA, *Le fonti del diritto finanziario in Europa e il ruolo della autoregolamentazione*, in «Quaderni ricerche n. 44 Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi», 2003, pp. 16/20;

B. GOLA, A. ROSELLI, *Il sistema bancario del Regno Unito e la riforma della vigilanza*, in «Verso un sistema bancario e finanziario europeo?», «Quaderni ricerche n. 42 Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi», 2003;

A. ADAMI, *La regolazione dei mercati finanziari nel Regno Unito dopo il Financial Services and Markets Act 2000*, in «Quaderni Cesifin», 2004, n. 17, pp. 179/239;

G. ARACHI, F. BRUNI, D. MASCIANDARO, *Dalla repressione finanziaria all'integrazione europea: l'evoluzione della regolamentazione finanziaria e fiscale in Italia*, in «Quaderni di ricerca n. 150, Centro di Economia monetaria e finanziaria Paolo Baffi», marzo 2002;

F. GALANTI, *Norme delle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, in «Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia», 1996, n. 41, p.8;

A.MACCHIATI, A. MAGNONI, *Quale governance per le autorità indipendenti? Un'analisi economica delle leggi istitutive*, in «Quaderni di finanza Consob», n. 41, 2000;

B.CAVAZZUTI, *La Consob e la regolazione dei mercati finanziari*, in «Quaderni di finanza Consob», n. 38, 2000, p. 21;

F. VELLA, *Coordinamento e integrazione nella organizzazione della vigilanza sui mercati finanziari: prospettive di riforma*, in Studi in materia di intermediari non bancari, in «Quaderni di finanza Consob», 1999, n. 36, p. 5/24;

G. DI GIORGIO, C. DI NOIA, L. PIATTI, *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, in «Quaderni di finanza Consob», 1998, n. 30, pp. 52/56;

I.MAZZA, G. PIGNATARO, *Molteplicità delle autorità indipendenti ed efficienza dei processi decisionali pubblici*, Università degli studi di Catania – Dip.to di economia e metodi quantitativi – paper n°4/2001;

G. DI GIORGIO, C. DI NOIA, L. PIATTI, *Financial regulation and supervision in the euro area: a four peak proposal*, in «Wharton Financial Institution Center Working Paper», 2001, n. 2, p. 23 e ss;

R. ABRAMS, M. TAYLOR, *Issues in the unification of financial sector supervision*, «IMF Working Papers», 2000;

BREUER R. E., *The future of EU financial market integration: a post-FSAP Agenda*, in «Suerf Annual Lecture», 2004, 11; (da cercare);

A. LAMFALUSSY, *Reflections on the regulation of european securities market*, 2001, «SUERF Annual studies», n. 14;

C. PASSERA, *La regolamentazione finanziaria e la vigilanza in Europa*, in Atti del Convegno “La regolamentazione finanziaria e la supervisione in Europa”, Milano 9 marzo 2006;

L. BINI SMAGHI, *Independence and Accountability of supervision in the European Financial Market*, in Atti del convegno “La regolamentazione finanziaria e la supervisione in Europa”, Milano 9 marzo 2006;

M. CLARICH, *Il sistema delle competenze delle Autorità di vigilanza*, in Atti del convegno “Nuove prospettive della tutela del risparmio”, Napoli 27/28 giugno 2005;

S. VINCENZI, *L’impatto sugli intermediari delle Direttive “Prospecti e Transparency”*, in Atti del convegno “Capital markets integration and investor protection in Europe”, Milano, 11-12 novembre 2004;

C. SALINI, *La nuova regolamentazione comunitaria in materia di mercati finanziari*, in Atti del convegno “Capital markets integration and investor protection in Europe”, Milano, 11-12 novembre 2004;

C. COMPORTI, *Processo di armonizzazione delle regole: il ruolo del CESR*, in Atti del convegno “Capital markets integration and investor protection in Europe”, Milano, 11-12 novembre 2004;

C. DI NOIA, *Effetti sugli emittenti delle Direttive Market Abuse e MiFid*, in Atti del convegno “Capital markets integration and investor protection in Europe”, Milano, 11-12 novembre 2004;

G. FERRARINI, F. RECINE, *Testing the Lamfalussy Regulatory Structure: The MiFid and Internalisation*, in Atti del convegno “Capital markets integration and investor protection in Europe”, Milano, 11-12 novembre 2004;

**f) Quotidiani**

## I. BUFACCHI

(2006a)

*Bankitalia, sulle unioni collegialità e trasparenza*, in «Il Sole», 26 agosto;

(2006b)

*Il risparmio inciampa sul Cicc*, in «Il Sole», 5 agosto, p. 2.

(2006c)

*Riforma a colpi di decreti*, in Finanza e Mercati de «Il Sole», 4 agosto;

(2006d)

*Risparmio, pronta la riforma*, in Finanza e Mercati de «Il Sole», 1 agosto;

(2006e)

*Draghi vara la nuova Bankitalia*, in Finanza e Mercati de «Il Sole», 27 luglio;

O. CARABINI, *Si riparte dalla vigilanza per finalità*, in «Il Sole», 2006, 14 luglio, n. 191, p.

## R. SABBATINI

(2006a)

*Borsa non tema Mifid*, in «Il Sole», 26 luglio, n. 203;

(2006b)

*Cardia: Riordino sulle Authority*, in «Il Sole», 4 luglio, n. 181, p. 3;

A. OLIVIERI, *Per le borse un modello federale*, in «Il Sole», 2006, 4 luglio, n. 181, p. 2;

M. SARCINELLI, *Vigilanza, i dubbi sull'autorità unica "sganciata"*, in «Il Sole», 2001, 29 novembre, p. 7;

M. LAMANDINI, *Due principi per la riforma della vigilanza finanziaria*, 2002, 8 giugno, p. 27;

J. M. DEL BO, G. DI DONFRANCESCO, *Le disposizioni in vigore da oggi a tutela dei risparmiatori (Risparmio. Guida pratica alla nuova legge)*, in *Gli speciali de «Il Sole»*, 2006, 12 gennaio;

M. ONADO

(2006)

*Il risparmio, la vigilanza e il pendolo del rigore*, in «Il Sole», 4 agosto;

(2004)

*Una riforma senza tabù*, in *Finanza e mercati de «Il Sole»*, 14 gennaio;

G. NARDOZZI, M. ONADO, *Borse e banche, meglio insieme*, in «Il sole», 2006, 19 luglio, n. 196;

N. COTTONE

(2006)

*Un decreto corregge la legge sul risparmio*, in *Norme e Tributi de «Il Sole»*, 13 gennaio;

(2005a)

*Draghi in Bankitalia. Ciampi firma il decreto*, in *Norme e Tributi de «Il Sole»*, 29 dicembre;

(2005b)

*Sì alle modifiche al ddl risparmio. Il Governo pone la fiducia*, in *Finanza e Mercati de «Il Sole»*, 20 dicembre;

**g) Articoli tratti da Internet**

M. MARANZANA, *Autorità per la tutela del risparmio*, [www.unionconsulenti.it/article.html](http://www.unionconsulenti.it/article.html)

M. SARLI, *Le principali innovazioni che emergono dal testo unificato (6 aprile e 5 maggio 2004) avente ad oggetto le disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, [www.unilca.it/text/ufficio\\_studi/studi1.html](http://www.unilca.it/text/ufficio_studi/studi1.html)

M. BESSONE, *Le grandi linee della legislazione francese di sicurezza finanziaria*, [www.ambientediritto.it/dottrina](http://www.ambientediritto.it/dottrina)

M. SOLFERINI, *Il sistema di produzione delle direttive Europee, c.d. procedura "Lamfalussy"*, [www.tidona.com/pubblicazioni/settembre\\_05](http://www.tidona.com/pubblicazioni/settembre_05)

P. NOVENTA, *La Banca d'Italia come autorità indipendente*, [www.tidona.com/pubblicazioni/giugno03](http://www.tidona.com/pubblicazioni/giugno03)