

1. *Premessa.*

L'adozione del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria ha determinato un profondo riordino della disciplina relativa agli intermediari, alla gestione del risparmio, alla regolazione dei mercati e agli emittenti titoli sui mercati regolamentati, che costituisce lo stadio più avanzato di un processo evolutivo volti ad assicurare l'aggiornamento della normativa nazionale, anche alla luce delle esperienze di altri Paesi europei.

Il testo unico ha assicurato, in particolare, una maggiore coerenza e sistematicità all'ordinamento, accorpando disposizioni già contenute in distinti provvedimenti e ha introdotto rilevanti elementi di discontinuità rispetto alla normativa previgente, con riferimento a numerosi ed importanti istituti.

Con l'indagine conoscitiva sulla attuazione del Testo unico della finanza, la VI Commissione Finanze ha inteso, a quattro anni dalla adozione del D.Lgs. n. 58/98, procedere alla analisi e alla valutazione dell'assetto della normativa italiana alla luce dei numerosi e importanti mutamenti intervenuti nella struttura dei mercati finanziari e del processo di integrazione europea.

Per un verso, infatti, negli ultimi anni si è accentuato, sul piano funzionale, il superamento delle demarcazioni tra attività e prodotti bancari, mobiliari e assicurativi e la conseguente despecializzazione degli intermediari e, sul piano territoriale, l'internazionalizzazione dei mercati.

Per altro verso, si è accelerata la realizzazione di un mercato unico europeo dei servizi finanziari, che ha prospettato non soltanto la necessità di procedere, all'adeguamento della normativa interna in sede di recepimento dei provvedimenti comunitari, ma anche l'esigenza di una attenta riflessione sull'assetto di alcuni istituti che pur non essendo investiti direttamente dall'attività normativa europea, risultano decisivi al fine di assicurare la competitività del mercato e degli operatori finanziari italiani.

Quando l'indagine conoscitiva era già in corso, sono poi emersi ulteriori elementi di criticità in relazione alla vicenda del fallimento della società Enron, alla quale la Commissione ha ritenuto di estendere le sue riflessioni in considerazione dei pesanti effetti che essa ha avuto sui mercati finanziari ed del dibattito che ne è conseguito.

Nel corso delle audizioni svolte, si è quindi proceduto ad un esame approfondito dell'impianto generale e dell'esperienza applicativa del TUF, al fine di valutare sia la validità degli obiettivi e della impostazione che hanno ispirato il legislatore sia della efficacia degli istituti cui si è fatto ricorso per tradurre sul piano normativo le finalità perseguite.

Le questioni affrontate nel corso dell'indagine sono state articolate, in particolare, su alcuni istituti o categorie problematiche. Si tratta in particolare:

- a) dell'attività di vigilanza e della regolamentazione;
- b) del sistema sanzionatorio;
- c) dei controlli societari, con particolare riferimento alla revisione contabile;
- d) di alcuni profili direttamente connessi alla vicenda Enron, con particolare riferimento al trattamento contabile di determinate operazioni e trasferimenti e all'analisi finanziaria;
- e) degli istituti di tutela delle minoranze;
- f) dell'OPA;
- g) dei patti parasociali;
- h) dei mercati regolamentati.

2. Attività e competenze delle autorità di vigilanza.

2.1. Valutazione dell'adeguatezza dell'attuale sistema di riparto delle competenze di vigilanza.

2.1.1. Introduzione.

Il tema della adeguatezza dell'attuale sistema di regolamentazione e di vigilanza sui mercati finanziari è stato esaminato nel corso dell'indagine conoscitiva anzitutto con riferimento ai profili concernenti l'articolazione delle competenze tra le autorità operanti nel settore a livello nazionale e alle prospettive di coordinamento o accentramento delle funzioni di vigilanza a livello europeo.

L'assetto delle competenze di regolazione e vigilanza, sia a livello nazionale che comunitario, costituisce, in effetti, un fattore di importanza decisiva al fine di assicurare, al tempo stesso, la stabilità, il corretto e trasparente funzionamento, la concorrenzialità e lo sviluppo dei mercati finanziari.

In via preliminare, appare opportuno sottolineare che le questioni in oggetto presentano in buona parte una rilevanza che eccede i profili strettamente connessi all'attuazione del TUF e alla regolamentazione dei mercati finanziari.

Per un verso, infatti, esse investono il tema più generale della natura e dei poteri delle autorità indipendenti nel nostro ordinamento, in merito sono state presentate diverse proposte di legge di riforma sia della maggioranza che dell'opposizione, nonché un disegno di legge del Governo.

Per altro verso, gli aspetti relativi al coordinamento delle funzioni di regolazione e vigilanza a livello europeo si inseriscono nel più ampio dibattito relativo all'evoluzione dei modelli di regolamentazione

dei mercati e dei rapporti tra Banca centrale europea e banche nazionali nell'ambito del sistema delle banche centrali (SEBC).

Alla luce di tali considerazioni, la Commissione ha ritenuto opportuno concentrare la propria attenzione su alcune questioni più direttamente attinenti alla valutazione, anche alla luce dell'esperienza di altri ordinamenti, della efficienza e della efficacia del modello disegnato dalla normativa vigente, non soltanto rispetto all'impianto normativo ed istituzionale vigente, ma anche e soprattutto con riguardo alla rapida evoluzione e alla crescente integrazione dei mercati finanziari.

In primo luogo, nel corso dell'indagine sono stati analizzati i profili connessi alla adeguatezza del sistema di vigilanza vigente nel nostro ordinamento e, in particolare, della disciplina di cui agli articoli 5 e 6 del TUF.

In particolare, si è inteso verificare se l'assetto attuale consente una tutela piena ed effettiva degli interessi pubblici che le funzioni di vigilanza sono intese a salvaguardare, soprattutto alla luce dell'evoluzione della struttura finanziaria e proprietaria del mercato che si caratterizza sempre più per una marcata integrazione fra le diverse attività di credito, di investimento e assicurativa e per una nuova composizione dell'offerta dei vari prodotti finanziari.

Al riguardo, ha assunto particolare rilievo, soprattutto alla luce delle recenti vicende « *Enron* » e WorldCom, la identificazione di strumenti e assetti che consentano di esercitare una vigilanza efficiente e indipendente sugli attori del mercato.

Una specifica considerazione è stata riservata alla valutazione dell'idoneità del sistema di vigilanza attuale a fronte dell'evoluzione delle attività e degli strumenti finanziaria, segnatamente con riferimento alla despecializzazione degli intermediari e al relativo sviluppo di soggetti multifunzionali e di nuovi strumenti finanziari.

In secondo luogo, si è inteso accertare se e in quale misura la realizzazione dell'Unione monetaria e il crescente grado di integrazione dei mercati finanziari europei, soprattutto alla luce dell'obiettivo, previsto dal Piano d'azione per i servizi finanziari, di realizzare un mercato unico dei servizi finanziari entro il 2005, postulino l'accentramento, in tutto o in parte, delle funzioni di vigilanza a livello europeo, ovvero richiedano la predisposizione di strumenti di coordinamento fra le diverse autorità nazionali di regolazione e vigilanza.

In terzo luogo, sono stati acquisiti elementi di conoscenza e di valutazione in merito all'esigenza di accrescere, in mercati sempre più integrati, la competitività degli operatori riducendo i costi c.d. di vigilanza; in altri termini, si è inteso accertare in quale misura l'attuale ripartizione delle competenze di vigilanza tra più soggetti e i numerosi adempimenti procedurali esistenti possano incidere negativamente sullo sviluppo del mercato, determinando oneri amministrativi eccessivi e rallentando i processi decisionali degli operatori.

I temi in oggetto sono stati approfonditi, oltre che mediante le audizioni, anche nel corso degli incontri con diversi esponenti delle istituzioni comunitarie che hanno avuto luogo nell'ambito della missione svolta nello scorso mese di marzo da una delegazione della VI Commissione a Francoforte e Bruxelles.

2.1.2. Cenni ai modelli di vigilanza.

I sistemi di vigilanza e regolazione dei mercati finanziari adottati negli ordinamenti dei Paesi industrializzati, pur essendo caratterizzati da notevoli differenze determinate dalle peculiarità dell'assetto istituzionale e economico di ciascuno Stato, presentano significativi aspetti comuni, sia sotto il profilo teleologico, in quanto intesi essenzialmente al conseguimento di alcuni obiettivi fondamentali, che sotto il profilo organizzativo-istituzionale, in quanto riconducibili a modelli generali.

Sotto il primo profilo, va rilevato che in tutti gli ordinamenti i sistemi di vigilanza e regolamentazione sui mercati finanziari, considerati nel loro complesso, sono volti al conseguimento di tre obiettivi fondamentali:

- a) la stabilità macro e microeconomica del sistema finanziario;
- b) la garanzia della trasparenza del mercato e degli intermediari e la tutela degli investitori;
- c) la tutela e promozione della concorrenza.

I primi due obiettivi sono, in linea generale, connessi all'esigenza di garantire la tutela di interessi protetti direttamente o indirettamente dalle costituzioni dei Paesi occidentali.

Per quanto riguarda la promozione della concorrenza, si tratta di un obiettivo la cui tutela, per gli Stati membri dell'Unione europea, si impone per effetto di uno specifico obbligo posto dal trattato istitutivo della Comunità europea. Al riguardo, va ricordato che la Commissione europea, con l'avallo della Corte di Giustizia, ha affermato la piena applicabilità ai mercati finanziari delle norme generali sulla concorrenza contenute negli articoli 81 e 82 del Trattato CE.

Sotto il profilo organizzativo, si può rilevare che per il perseguimento degli obiettivi sopra indicati ciascun ordinamento ha stabilito un assetto istituzionale differenziato che, tuttavia, può essere di norma ricondotto ad un modello generale ovvero ad una combinazione di modelli.

Sebbene in dottrina sussistano significative divergenze in merito alla definizione e ripartizione delle tecniche e dei modelli di regolamentazione, la classificazione più diffusa e comprensiva individua almeno cinque modelli di supervisione e regolamentazione in campo finanziario: la « vigilanza per istituzioni », la « vigilanza per finalità », la « vigilanza per attività », la « vigilanza funzionale » e la « vigilanza accentrata ».

Appare opportuno evidenziare che mentre i modelli di vigilanza istituzionale, per finalità, per attività e accentrata sono, sia pure con diverse varianti e combinazioni, applicati negli ordinamenti nazionali, l'approccio « funzionale » costituisce allo stato un modello prettamente teorico, che non ha ancora avuto una effettiva e organica attuazione.

A) Modello istituzionale.

In base al modello istituzionale (denominato anche « sezionale » o « per soggetti » o « per mercati »), la vigilanza su ciascuna categoria di operatori finanziari ovvero su ciascun mercato è affidata ad un distinto organo competente per tutte le attività e per il conseguimento di tutti gli obiettivi propri delle funzioni di vigilanza.

A tale impostazione consegue la presenza in ciascun ordinamento di almeno tre distinte autorità di controllo e regolamentazione per le banche, gli intermediari mobiliari e le assicurazioni ovvero per ciascuno dei tre corrispondenti mercati.

Il sistema istituzionale, secondo autorevole dottrina (Padoa-Schioppa), presenterebbe il vantaggio di agevolare il concreto esercizio dell'attività di vigilanza, in quanto ogni categoria di intermediario avrebbe, per tutti gli aspetti relativi alla propria attività, come controparte un'unica Autorità. In tal modo, si eviterebbero i rischi di duplicazione nei controlli, si ridurrebbero i costi della regolamentazione e l'Autorità di vigilanza beneficerebbe di elevate economie di specializzazione.

D'altra parte, il sistema istituzionale è stato oggetto di non poche considerazioni critiche.

In primo luogo, è stato evidenziato che il modello in questione risulta efficace essenzialmente in presenza di intermediari ad oggetto esclusivo, ai quali cioè sia riservato l'esercizio di una sola delle tre attività bancaria, mobiliare ovvero assicurativa. In presenza di soggetti abilitati a esercitare contestualmente più attività di intermediazione finanziaria si determinerebbero, invece, distorsioni nelle funzioni di vigilanza per effetto dell'applicazione di disposizioni differenti per operazioni della stessa natura poste in essere da soggetti diversi. In particolare, secondo autorevole dottrina (Di Noia-Piatti) emergerebbe il rischio di creare sistemi « paralleli » di intermediari e conseguenti fenomeni di « arbitraggio » nella scelta della forma giuridica da parte degli intermediari in funzione delle diverse autorità di vigilanza e normative previste per ciascuna categoria di soggetti.

In secondo luogo, la limitazione delle competenze degli organismi di vigilanza a specifiche categorie di soggetti o mercati determinerebbe il rischio di « cattura » degli stessi organismi, che si trasformerebbero in espressione degli stessi interessi particolari del settore rappresentato (Visentini).

In terzo luogo, il fatto che un'unica Autorità di vigilanza debba, relativamente ad una categoria di soggetti, garantire contestualmente il conseguimento più obiettivi determina il rischio di inefficacia dell'attività di controllo nel caso in cui alcuni obiettivi, segnatamente la stabilità, da una parte, e la tutela degli investitori e la concorrenza, dall'altra, risultino confliggenti.

In conclusione, si può osservare che l'approccio istituzionale puro, sebbene determini una indubbia semplificazione dell'assetto organizzativo e una riduzione dei costi di vigilanza, non appare pienamente adeguato a fronte della tendenza alla progressiva despecializzazione degli intermediari e alla crescente integrazione dei mercati e assimilazione delle tipologie di strumenti finanziari.

B) La vigilanza per finalità.

Il modello della vigilanza « per finalità » consiste nell'assoggettamento degli intermediari ovvero dei mercati al controllo di più autorità, ciascuna competente per uno dei richiamati obiettivi generali della regolamentazione, a prescindere dalla forma giuridica degli intermediari e dalle attività da essi svolte.

Tale impostazione presenta il vantaggio di consentire un controllo efficace e una regolamentazione omogenea per soggetti che, pur avendo una diversa natura giuridica, svolgono la medesima attività nel contesto di mercati fortemente integrati, in cui operano intermediari polifunzionali e gruppi multisettoriali.

Anche il sistema in esame presenta, tuttavia, alcuni aspetti di criticità.

In primo luogo, esso può determinare, in ragione dell'esistenza di più autorità, un aumento non trascurabile dei costi di vigilanza per gli operatori. Questi ultimi, infatti, potrebbero essere obbligati a trasmettere a ciascuna autorità appositi rendiconti di vigilanza contenenti informazioni spesso identiche o comunque simili.

In secondo luogo, il modello in parola non elimina il rischio di una carenza di controllo, ovvero di una sovrapposizione di funzioni, ove non siano chiaramente definite le sfere di competenze delle diverse Autorità in casi specifici.

C) La vigilanza per attività.

In base al modello in questione, a ciascuna categoria di attività di intermediazione finanziaria corrisponde una apposita autorità di vigilanza, indipendentemente dalla forma giuridica del soggetto che svolge l'attività stessa.

L'approccio in parola presenta, analogamente al modello per finalità, il vantaggio di sottoporre a regole uniformi soggetti che, pur avendo diversa forma giuridica, esercitano la medesima attività e consente, pertanto, a ciascuna autorità economie di beneficiare di economie di specializzazione per il settore di propria competenza.

D'altra parte, anche la vigilanza per attività determina, in primo luogo, la sovrapposizione di più organismi e funzioni di controllo sullo stesso soggetto che svolge attività diverse, con conseguente aumento dei costi di vigilanza per gli operatori.

In secondo luogo, la limitazione dal controllo di ciascuna autorità alla specifica attività presenta il rischio di un eccessivo frazionamento di competenze e l'assenza di una supervisione unitaria sugli operatori polifunzionali.

Analogamente al modello istituzionale, l'approccio per attività può determinare, inoltre, il conflitto tra obiettivi di vigilanza diversi concentrati in capo alla medesima attività.

Un ulteriore inconveniente proprio del modello in esame consisterebbe nella sua inadeguatezza rispetto ai problemi di vigilanza non connessi all'attività, ma strettamente riconducibili alla situazione del soggetto vigilato. Si tratterebbe, in particolare, dei problemi di stabilità

dell'attività bancaria tradizionale, relativamente ai quali le funzioni di vigilanza andrebbero esercitate con riguardo alle istituzioni e non con riferimento a singole operazioni. Nel contesto dell'approccio per attività, pertanto, sarebbe necessario comunque istituire un organismo che eserciti garantisca specificamente la vigilanza sulla stabilità dei soggetti.

D) Il modello funzionale.

Il modello « funzionale » consiste, come accennato in precedenza, in un approccio essenzialmente teorico, privo sinora di una effettiva applicazione nella prassi, elaborato dalla dottrina al fine di configurare un assetto delle funzioni di vigilanza che tenga conto delle asimmetrie informative, dei rapporti di agenzia, e della crescente interdipendenza tra i mercati, gli intermediari e gli strumenti finanziari.

Alla base dell'approccio in esame si pone la considerazione per cui le funzioni economiche proprie dei sistemi finanziari sarebbero « date », mentre le istituzioni finanziarie esistenti, sia operative (banche e altri intermediari) che di vigilanza e regolamentazione sono suscettibili di modificazioni a livello di struttura e di competenze. In altri termini, le « funzioni » economiche in questione risulterebbero più stabili delle stesse istituzioni che le esercitano e dovrebbero conseguentemente essere poste alla base dell'articolazione delle competenze di vigilanza.

In dottrina e nel dibattito svoltosi in alcuni ordinamenti sulla riforma dei sistemi di vigilanza, l'approccio funzionale è stato generalmente richiamato per giustificare la articolazione delle funzioni di vigilanza con riguardo alla natura delle attività svolte dagli intermediari (bancarie, mobiliari e assicurative). In tal modo il modello in esame ha finito con il coincidere integralmente con l'approccio per attività, in base alla considerazione per cui ciascuna tipologia di attività di intermediazione finanziaria corrisponderebbe alle funzioni economiche proprie del sistema finanziario (Di Noia-Piatti).

In alcune recenti elaborazioni dottrinali (Merton), peraltro, è stata proposta una classificazione più articolata e sofisticata delle funzioni in parola che, peraltro, risulta di non immediata e difficile trasposizione ai fini della definizione degli assetti di vigilanza.

Alla luce delle considerazioni sopra effettuate, il modello funzionale presenta pregi e inconvenienti analoghi a quelli determinati dall'approccio per attività, segnatamente per quanto attiene al rischio della sovrapposizione o difetto di coordinamento tra le autorità di vigilanza e all'assenza di meccanismi di tutela della stabilità delle istituzioni.

E) La vigilanza accentrata.

Il modello di vigilanza accentrata consiste nella attribuzione ad un'unica autorità delle competenze di controllo su tutti i mercati e su

tutti gli intermediari, indipendentemente dalla loro natura bancaria, mobiliare o assicurativa, e dai diversi obiettivi della regolamentazione.

Il modello in esame ha caratterizzato le fasi più risalenti di formazione dei sistemi finanziari, in cui gran parte degli ordinamenti rimettevano alla sola Banca Centrale le funzioni di vigilanza sulla attività di intermediari che generalmente avevano natura di enti creditizi.

Di recente, il ricorso al modello accentrato ha suscitato nel dibattito istituzionale e dottrinale un notevole interesse in considerazione della progressiva integrazione dei mercati, degli intermediari e degli strumenti finanziari. In particolare, il modello ha trovato una concreta applicazione nell'ordinamento inglese, mediante la costituzione della FSA, nonché negli ordinamenti tedesco ed austriaco. In altri ordinamenti, si è realizzata, invece, l'unificazione delle competenze di vigilanza sulle banche e sugli intermediari finanziari ad eccezione delle assicurazioni per le quali è stata mantenuta una apposita autorità.

Oltre a consentire una maggiore efficacia e unitarietà della supervisione sugli organismi polifunzionali e sui gruppi conglomerati, l'accentramento delle funzioni di vigilanza risponde, per un verso, all'esigenza di assicurare una maggiore efficienza nell'organizzazione dell'attività di controllo, attraverso la semplificazione e la riduzione dei costi della stessa, e, per altro verso, all'obiettivo di individuare un unico soggetto responsabile di fronte al Parlamento e al mercato.

Sotto il primo profilo, si può rilevare che la previsione di unico organismo di vigilanza consente allo stesso di realizzare economie di scala e di specializzazione mediante la riduzione di costi fissi quali le spese logistiche, gli oneri del personale e i compensi degli organi di vertice.

L'unicità del soggetto regolatore comporta poi una riduzione dei costi e degli oneri amministrativi per gli operatori.

Sotto il secondo profilo, l'elevata e onnicomprensiva legittimazione di cui godrebbe l'autorità di vigilanza unica potrebbe ridurre il rischio di fenomeni di « cattura » della stessa da parte del mercato.

Per quanto attiene agli aspetti problematici del modello accentrato, in dottrina è stato rilevato anzitutto che il buon funzionamento dello stesso dipenderebbe in misura significativa dall'organizzazione interna dell'organismo di vigilanza. In particolare, l'attribuzione a tale organismo di numerose e complesse aree di competenza e di specializzazione, se non accompagnata dalla predisposizione di un assetto organizzativo ben strutturato e coordinato, rischierebbe di tradursi nella crescita dell'apparato burocratico, rallentando il processo decisionale.

In secondo luogo, la concentrazione in unico organismo della tutela dei distinti obiettivi della vigilanza presenta in misura amplificata quel rischio di inefficienza della vigilanza per effetto della conflittualità tra obiettivi, al quale si è fatto riferimento nell'esaminare alcuni degli altri modelli.

In terzo luogo, il fatto che l'organo di controllo, per quanto autorevole, si ponga quale unico interlocutore per i soggetti vigilati, può accrescere anziché ridurre il rischio di « cattura » da parte del mercato.

2.1.3. *L'assetto delle competenze di vigilanza nell'ordinamento italiano.*

Il sistema di vigilanza sui mercati e servizi finanziari vigente nel nostro ordinamento si caratterizza per l'articolazione delle relative competenze in capo a più organismi attraverso la combinazione di diversi criteri che non appaiono riconducibili ad un unico modello di vigilanza.

L'assetto attuale, pertanto, consta di diversi modelli di vigilanza parzialmente sovrapposti ed è il risultato di una serie di interventi normativi, per taluni aspetti non pienamente coordinati, condizionati da differenti esigenze, sia istituzionali che di politica economica.

Il modello c.d. « istituzionale » risulta applicato nel settore assicurativo, sul quale esercita la vigilanza l'ISVAP per gli aspetti relativi alla stabilità e alla trasparenza, e nel settore bancario, per il quale è competente la Banca d'Italia. Quest'ultima vigila su tutta l'attività bancaria tipica diversa dall'attività di intermediazione mobiliare (depositi e impieghi), con riferimento sia alla stabilità sia alla applicazione delle regole di concorrenza, tenuto conto del fatto che la legge n. 287/90 esclude il controllo primario dell'Autorità Antitrust sulle banche.

Un modello misto, istituzionale e per attività, trova applicazione per i fondi pensione, i quali, pur essendo qualificabili come intermediari finanziari cui è riservata l'erogazione di trattamenti pensionistici complementari, sono assoggettati alla vigilanza della Commissione di vigilanza sui fondi pensione, in base alle direttive generali in materia adottate dal Ministro del lavoro, di concerto con il Ministero dell'economia e delle finanze. Peraltro, il Ministro del lavoro vigila sulla Commissione fondi pensione e, sentita la stessa Commissione, autorizza l'esercizio dell'attività.

Per quanto attiene, infine, gli intermediari finanziari, trova applicazione un modello per finalità disciplinato dall'articolo 5 del T.U.F. il quale ha, in gran parte, recepito le innovazioni introdotte dall'articolo 4 del D.Lgs. n. 415/96 (c.d. decreto Eurosim) rispetto alla disciplina di cui alla legge n. 1 del 1991, che non conteneva alcuna disposizione concernente in via generale le finalità dell'attività di vigilanza.

Ai sensi dell'articolo 5, commi 2-3, del Testo unico della finanza, le imprese di investimento, le Sgr, le Sicav, le società fiduciarie, le società finanziarie di cui all'articolo 107 del testo unico bancario e le banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimenti sono vigilati dalla Consob per « la trasparenza e la correttezza dei comportamenti » e dalla Banca d'Italia per « il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale ».

Occorre poi ricordare che, ad eccezione delle banche, gli intermediari sono assoggettati al controllo dell'Autorità Garante per la concorrenza e il mercato per quanto attiene agli aspetti connessi alla applicazione della normativa sulla concorrenza.

L'articolo 6 del TUF disciplina poi la c.d. « vigilanza regolamentare » attribuendo alla Consob e alla Banca d'Italia il compito di fissare i criteri e le regole di comportamento degli operatori.

Il TUF non individua, invece, in via generale gli obiettivi e le competenze di vigilanza sui mercati. Dalle specifiche disposizioni in materia emerge, fatte salve alcune eccezioni, una ripartizione per finalità delle competenze di vigilanza analoga a quella prevista per gli intermediari.

In particolare, l'articolo 74 del testo unico afferma la competenza generale della CONSOB per quanto attiene alla vigilanza sui mercati regolamentati, al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. Con riguardo ai mercati non regolamentati, l'articolo 78 attribuisce alla CONSOB, sentita la Banca d'Italia, le competenze di vigilanza sugli scambi organizzati, con il solo fine della tutela degli investitori.

La competenza è, tuttavia, assegnata al Ministero dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la CONSOB, nel caso di scambi all'ingrosso di titoli di Stato.

L'attribuzione alla Banca d'Italia di compiti di vigilanza sulla stabilità dei mercati si evince dalle disposizioni in materia di sistemi di garanzia dei contratti e di compensazione, liquidazione e garanzia delle operazioni su strumenti finanziari, le quali conferiscono alla Banca d'Italia una competenza primaria, da esercitare di intesa con la CONSOB.

Inoltre, ai sensi dell'articolo 76 del TUF la Banca d'Italia, ferme restando le competenze della CONSOB, vigila sui mercati all'ingrosso di titoli di Stato, avendo riguardo all'efficienza complessiva del mercato e all'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

L'articolo 79 del Testo unico, infine, attribuisce alla Banca d'Italia la vigilanza sull'efficienza e sul buon funzionamento degli scambi di fondi interbancari.

2.1.4. Alcune considerazioni sulla disciplina del TUF in materia di vigilanza.

L'impianto normativo del TUF ha inteso migliorare l'assetto delle competenze di vigilanza sugli intermediari finanziari, soprattutto sotto il profilo della coerenza sistematica e di una maggiore certezza nella definizione dell'oggetto e dei criteri di ripartizione delle competenze in parola e della riduzione dei costi di vigilanza.

A tal fine, il testo unico ha apportato profonde modificazioni alla disciplina di cui all'articolo 4 del D.Lgs. n. 415/96 (c.d. decreto Eurosim), pur confermando il modello di vigilanza per finalità ivi previsto.

Per quanto attiene specificamente alla vigilanza sugli intermediari, si può osservare, in primo luogo, che nelle disposizioni generali del decreto Eurosim il solo articolo 4 concerneva la vigilanza mentre le altre norme in materia erano inserite nel capo IV del titolo I del decreto. Al contrario, nel TUF le disposizioni relative alla vigilanza agli intermediari abilitati sono collocate all'inizio delle disposizioni della parte II dedicata appunto agli intermediari, evidenziando l'importanza fondamentale riconosciuta alla materia dal legislatore.

In secondo luogo, va osservato che l'espressa indicazione nel comma 1 dell'articolo 5 del testo unico delle finalità dell'attività di

vigilanza sugli intermediari, come rilevato da autorevole dottrina (Alpa, Capriglione, Bianchi, Santoni), non costituisce una mera enunciazione di principio ma è diretta a fissare in maniera chiara i presupposti di legittimità e i limiti dei poteri attribuiti alle autorità di vigilanza, in coerenza con il più generale disegno di « legificazione dei fini » delle autorità indipendenti (Costi).

In terzo luogo, i già citati commi 2 e 3 dell'articolo 5 del TUF, pur confermando il modello « per finalità » introdotto dal decreto Eurosim, prevedono regole generali di ripartizione delle attribuzioni tra Banca d'Italia e CONSOB, che nel decreto in questione erano desumibili solo indirettamente dalla elencazione delle materie di competenza di ciascuna autorità di cui all'articolo 25 del decreto, relativo alla vigilanza regolamentare. In tal modo si è consentito il superamento delle non poche incertezze interpretative che erano state suscitate dalla normativa previgente.

In quarto luogo, il testo unico ha ampliato il novero dei soggetti destinatari dell'attività di vigilanza, la quale trova applicazione nei confronti di tutti gli intermediari abilitati definiti nel richiamato articolo 1, comma 1, lett. r), in coerenza con la scelta sistematica di collocare la disciplina delle società di gestione del risparmio e delle Sicav nell'ambito della parte II del TUF contenente la disciplina degli intermediari.

Infine, va osservato che l'ultimo comma del medesimo articolo 5 enuncia espressamente il principio generale di cooperazione tra Banca d'Italia e CONSOB, impegnandole ad operare in modo coordinato nell'esercizio dei rispettivi poteri di vigilanza.

Tale disposizione, che è espressione del più generale principio di collaborazione tra autorità indipendenti, è intesa, da un lato, ad agevolare e a rendere più efficace l'esercizio dei propri compiti da parte di ciascun organismo e, dall'altro lato, a ridurre i costi e gli oneri gravanti sui soggetti vigilati per effetto dell'assoggettamento al controllo di due autorità distinte.

Da parte della dottrina sono stati avanzati, peraltro, alcuni rilievi critici in merito alla effettiva attitudine delle disposizioni del TUF a conseguire gli obiettivi sopra indicati.

In particolare, con riferimento alla idoneità delle disposizioni di cui agli articoli 5 e 6 del testo unico a distinguere con chiarezza gli ambiti di competenza di ciascuna autorità, eliminando le incertezze interpretative derivanti dal testo del D.Lgs. n. 415/96, sono emerse in dottrina valutazioni contrastanti.

Alcuni autori (Alpa-Capriglione, Loizzo) hanno rilevato che gli ambiti delle attività di Consob e Banca d'Italia sarebbero sufficientemente delimitati dalle diverse finalità perseguite; altri (Santoni), invece, ritengono che l'individuazione delle competenze mediante il criterio teleologico non avrebbe eliminato del tutto le incertezze preesistenti e che mancherebbe un criterio idoneo a determinare, in caso di conflitto tra gli obiettivi generali assegnati alle due autorità, quale obiettivo debba essere considerato prevalente. In particolare, secondo questa seconda tesi, dall'articolo 6 del TUF, il quale individua gli ambiti in cui si esercita la vigilanza regolamentare di ciascuna delle due autorità, emergerebbe una sovrapposizione di competenze in alcune materie, quale quella dei controlli interni agli intermediari

vigilati (ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lett. *a*) e, comma 2, lett. *a*), o quella della composizione dei portafogli, rilevante sia sotto il profilo prudenziale che con riferimento al conflitto di interessi.

Per quanto attiene al coordinamento delle attività di CONSOB e Banca d'Italia, è stata rilevata (Santoni) la scarsa incisività del principio di collaborazione di cui all'ultimo comma dell'articolo 5 ai fini dell'obiettivo della riduzione degli oneri di vigilanza. Ciò sarebbe dimostrato, tra l'altro, dalla difficoltà di configurare una diretta invocabilità della norma in questione da parte dei soggetti vigilati per chiedere la riduzione al minimo degli oneri di vigilanza eccessivi.

Sull'attuale assetto delle competenze di vigilanza sono intervenuti nel corso delle audizioni i rappresentanti delle autorità di controllo e vigilanza e i rappresentanti degli intermediari finanziari.

Banca d'Italia e CONSOB hanno espresso entrambe un giudizio complessivamente positivo sull'attuale ripartizione dei poteri e, più in generale, sul modello di vigilanza per finalità vigente.

Tale modello garantirebbe adeguatamente la protezione degli interessi pubblici che costituiscono l'obiettivo della vigilanza e favorirebbe, altresì, a giudizio della Banca d'Italia, una « concorrenza » fra le istituzioni.

La CONSOB ha peraltro formulato alcune specifiche osservazioni con riferimento alla questione della vigilanza sui fondi pensione, proponendo di semplificare il quadro normativo in particolare per regolare le sovrapposizioni di competenze con la Covip che vigila sulla trasparenza e sulla corretta amministrazione dei fondi e la CONSOB che vigila sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti degli intermediari gestori, riconducendo la gestione dei fondi aperti nella generale disciplina del risparmio gestito.

Le associazioni degli intermediari hanno concordato nell'affermare la necessità di un sistema di vigilanza più snello ed efficiente, che riduca gli oneri a carico dei soggetti vigilati.

In particolare, ASSOGESTIONI ha individuato quale migliore opzione il conferimento ad un'unica autorità tutti i poteri di vigilanza alla stregua di ciò che avviene in Inghilterra con la *FSA (Financial Services Authority)*; in mancanza, risulterebbe quantomeno opportuno rafforzare il grado di coordinamento fra le autorità dei diversi settori anche al fine di ridurre i rischi di « sovrapposizioni » di competenza e i c.d. « costi » della vigilanza per gli intermediari.

Occorre, infine, evidenziare che il prof. Monti, nel corso dell'incontro svoltosi a Bruxelles, ha osservato, in un'ottica generale, che la progressiva attenuazione delle distinzioni tra le varie tipologie di servizi e prodotti finanziari richiede una attenta riflessione sulla opportunità di una conseguente riarticolazione delle funzioni e delle strutture nazionali di vigilanza e di regolazione.

2.1.5. L'esperienza di altri ordinamenti europei.

I sistemi di vigilanza e regolamentazione dei mercati finanziari adottati negli ordinamenti dei Paesi avanzati sono riconducibili a modelli o combinazioni di modelli differenti.

In via preliminare, si può osservare che tradizionalmente l'assetto delle funzioni di vigilanza finanziaria si è caratterizzato nella maggior parte di tali ordinamenti per una ripartizione delle competenze improntata in misura prevalente al modello istituzionale. Ne risultava la presenza in ciascuno Stato di una autorità di vigilanza e controllo per le banche, identificata nella Banca centrale, e di distinte autorità, con un grado di autonomia variabile rispetto alla banca centrale, per le imprese di assicurazione e i mercati ed intermediari mobiliari.

Nell'ultimo decennio si è manifestata una progressiva crisi del modello istituzionale e una parallela erosione delle competenze di vigilanza delle banca centrale determinata, per un verso, dalla crescente presenza nei mercati di gruppi polifunzionali e dalla progressiva assimilazione delle tipologie di attività e strumenti finanziari, e, per altro verso, dal processo di integrazione economica e finanziaria europea.

Il risultato più evidente di questo processo è stata l'affermazione in alcuni ordinamenti del modello monistico puro o, quantomeno, la creazione di autorità uniche di vigilanza sulle banche e sugli intermediari finanziari di natura non assicurativa.

Le prime autorità uniche sono state istituite a partire dalla fine degli anni ottanta in alcuni paesi del Nord d'Europa: in Norvegia nel 1986, in Danimarca nel 1988 e in Svezia nel 1992. Successivamente, si è proceduto alla creazione nel Regno unito della FSA nel 1997, della Agenzia federale della Germania, e della analoga agenzia austriaca nel maggio 2002.

In altri ordinamenti è stata, invece, costituita un'autorità unica per tutti gli intermediari e gli obiettivi di vigilanza, fatta eccezione del settore assicurativo. È il caso, in particolare del Lussemburgo, dove è stata istituita nel 1998 la *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (Commissione di sorveglianza del settore finanziario) competente per la vigilanza su tutti i mercati e gli intermediari finanziari, con la sola eccezione del settore assicurativo. La seguente tabella riporta sinteticamente la natura delle autorità di vigilanza operanti con riferimento a ciascuna delle tre categorie di intermediari:

Autorità di regolamentazione e vigilanza sugli intermediari bancari, mobiliari e assicurativi in Europa, Giappone e Stati Uniti (anno 2002) (1)

<i>Paese</i>	<i>Banche</i>	<i>Mercati e intermediari mobiliari</i>	<i>Imprese di assicurazione</i>
UE			
Belgio	BS	BS	I
Danimarca	FSA	FSA	FSA
Germania	FSA	FSA	FSA
Grecia	CB	S	G
Spagna	CB	S	G

Francia	B/CB	S/B	I
Italia	CB	S	I
Irlanda	FSA(CB)	FSA(CB)	FSA(CB)
Lussemburgo	BS	BS	I
Olanda	CB/S	S/CB	I/S
Austria	FSA	FSA	FSA
Portogallo	CB	S	I
Finlandia	BS	BS	I
Svezia	FSA	FSA	FSA
Regno Unito	FSA	FSA	FSA
Stati Uniti	B/CB	S	I
Giappone	FSA	FSA	FSA

Legenda CB = banca centrale, BS = autorità di vigilanza settore bancario e dei mercati mobiliari, FSA = autorità unica di vigilanza finanziaria, B = autorità di vigilanza settore bancario, S = autorità di vigilanza settore mobiliare, I = autorità di vigilanza settore assicurativo, G = autorità di vigilanza governativa.

(1) I dati riportati nella tabella sono tratti da Di Giorgio G. e Di Noia C., 2003, « Financial Market Regulation and Supervision: How many peaks for the Euro Area ? », Brooklyn Journal of International Law, n. 2.

Per quanto riguarda i Paesi membri dell'Unione europea, in via di prima approssimazione si può rilevare che in Francia, Grecia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna sono previste autorità di vigilanza separate per ciascuno dei settori bancario, assicurativo e mobiliare.

In Belgio, Finlandia, e Lussemburgo è presente un'autorità di vigilanza unica per il settore bancario e quello dei valori mobiliari e una apposita autorità di vigilanza per il settore delle assicurazioni. In Belgio, in particolare, tale assetto è stato realizzato nel corso del 2002 estendendo la vigilanza della banca centrale sugli intermediari finanziari.

Infine, come già accennato, in Austria, Danimarca, Germania, Irlanda, Svezia e Regno Unito opera un'autorità di vigilanza unica per il settore bancario, il settore delle assicurazioni e i valori mobiliari.

In estrema sintesi, si può osservare che il settore il cui sistema di vigilanza risulta più omogeneo è quello assicurativo che in nove dei 15 Stati membri è assoggettato ad una apposita e distinta autorità di controllo, mentre nel solo caso del Lussemburgo resta sottoposto alla vigilanza del Ministero dell'economia.

Al contrario, il settore dei mercati mobiliari e finanziari presenta la maggiore differenziazione nei modelli esistenti, per effetto di una ripartizione dei poteri di vigilanza fra più organismi coesistenti con