

un diverso grado di poteri di autoregolamentazione fra cui anche la Borsa.

A fronte di questi assetti, negli ultimi anni si è registrato un particolare interesse per le proposte di riforma organica delle funzioni di vigilanza che, prendendo atto della crescente importanza dei conglomerati finanziari polifunzionali e della creazione di prodotti finanziari ibridi, prospettano una concentrazione, parziale o totale, della vigilanza in capo ad un unico organismo ovvero la creazione di strumenti di coordinamento tra le distinte autorità.

Occorre evidenziare che in alcuni ordinamenti è già stata realizzata una parziale concentrazione delle funzioni di vigilanza in capo ad un unico organismo ovvero sono stati introdotti meccanismi e strutture di coordinamento tra le attività delle diverse autorità.

Nei Paesi Bassi è stato costituito luglio 1999 il *Raad van Financiële Toezichthouders* (Consiglio delle autorità di vigilanza finanziaria), che non è un nuovo ed autonomo organismo di vigilanza, ma un organo collegiale di coordinamento dell'attività delle tre autorità di settore che vigilano, rispettivamente, sulle istituzioni creditizie (Banca Centrale), le società di intermediazione mobiliare e le compagnie di assicurazione. Il coordinamento si esplica ai fini della elaborazione di regolamentazioni e orientamenti su temi di natura intersettoriale quali la vigilanza sui conglomerati, l'informativa ai consumatori e le questioni attinenti all'integrità delle istituzioni quali, in particolare, la verifica dei requisiti di onorabilità e professionalità degli amministratori.

Ad analoghe finalità risponde l'istituzione in Portogallo, nel settembre 2000, del *Conselho Nacional de Supervisores Financeiros* (Consiglio nazionale delle autorità di vigilanza finanziaria) quale strumento per assicurare un maggiore coordinamento tra le tre autorità settoriali, vale a dire il *Banco de Portugal*, la *Comissao do Mercado de Valores Mobiliários* (Commissione per l'intermediazione mobiliare) e l'*Instituto de Seguros de Portugal* (Istituto di assicurazioni del Portogallo), le competenze delle quali non sono state modificate. Il Consiglio ha il compito di favorire un regolare scambio di informazioni tra le tre autorità, di promuovere regolamentazioni e pratiche prudenziali relativamente ai conglomerati finanziari, di elaborare proposte legislative su questioni di rilevanza intersettoriali e di predisporre strumenti di cooperazione con organi di vigilanza di altri Stati. Il Consiglio nazionale delle autorità di vigilanza finanziaria è presieduto dal Governatore del *Banco de Portugal*, in considerazione del ruolo che tale istituzione svolge al fine di garantire la stabilità del sistema finanziario.

L'esigenza di un maggiore coordinamento tra le autorità nazionali e di più stati membri è presente anche nella legislazione comunitaria. Al riguardo appare opportuno ricordare che l'articolo 10 della Direttiva 2002/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 dicembre 2002, relativa alla vigilanza supplementare sulle imprese regolamentate appartenenti ad un conglomerato finanziario, prevede espressamente la nomina tra le diverse autorità competenti degli Stati membri interessati di un unico coordinatore, responsabile per il coordinamento e l'esercizio della vigilanza supplementare.

L'articolo 12 della medesima direttiva prevede, inoltre, che le autorità competenti preposte all'esercizio della vigilanza sulle imprese regolamentate appartenenti ad un conglomerato finanziario, abbiano sede o meno nello stesso Stato membro, e l'autorità competente

designata come coordinatore di detto conglomerato finanziario cooperano strettamente tra loro, mediante lo scambio di tutte le informazioni essenziali o pertinenti all'esercizio dei rispettivi compiti di vigilanza e, in determinati casi, la consultazione reciproca.

2.1.5.1. Il dibattito sulle competenze delle Banche centrali in materia di vigilanza prudenziale dopo il passaggio all'euro.

L'evoluzione dei mercati e dei prodotti finanziari e il processo di integrazione monetaria europea ha determinato in gran parte degli Stati europei, nell'ambito delle più ampie discussioni sul riassetto delle funzioni di vigilanza, una riflessione sull'opportunità di mantenere e/o modificare le competenze delle banche centrali in materia di vigilanza prudenziale.

La questione riveste una notevole importanza ove si consideri che, per quanto attiene specificamente all'Unione economica e monetaria, in dieci dei dodici Stati aderenti all'area euro alle banche centrali nazionali sono attribuite in via esclusiva o comunque in misura significativa competenze relative alla vigilanza prudenziale.

In via preliminare, va ricordato che, secondo le impostazioni più diffuse (studio BCE), l'esercizio della vigilanza prudenziale include un complesso di attività che possono essere raggruppate in tre categorie:

a) la tutela degli investitori, che si traduce principalmente nell'adozione e nell'applicazione di regole di condotta per gli intermediari e di obblighi di informazione al pubblico;

b) la vigilanza microprudenziale, che comprende la vigilanza informativa e ispettiva, intesa ad accertare la solidità delle singole istituzioni, garantendo quindi la tutela dei depositanti e di altri creditori al dettaglio;

c) l'analisi macroprudenziale, in cui si collocano la verifica dell'esposizione al rischio sistemico e l'identificazione di rischi per la stabilità delle istituzioni finanziarie determinati dagli andamenti macroeconomici o dei mercati, nonché dalle infrastrutture del mercato.

In linea generale, l'attribuzione delle funzioni relative all'analisi macroprudenziale e alla tutela degli investitori non presenta aspetti problematici in quanto nella quasi totalità degli ordinamenti, la prima è conferita, in misura e con modalità differenti, alle banche centrali, mentre la seconda è rimessa alle autorità di vigilanza sui mercati.

Più controversa risulta invece l'attribuzione delle competenze attinenti alla vigilanza microprudenziale, che la maggior parte delle banche centrali considera strettamente connessa al controllo del rischio sistemico e che le autorità di vigilanza sui mercati finanziari ritengono, invece, componente essenziale della funzione di tutela dei depositanti e degli investitori.

Gli argomenti a sostegno del collegamento fra vigilanza microprudenziale e banca centrale possono essere raggruppati (studio BCE) in tre categorie fondamentali:

a) l'esistenza di sinergie informative tra la vigilanza prudenziale e le funzioni fondamentali della banca centrale;

- b) il controllo del rischio sistemico;
- c) l'indipendenza e competenze tecniche.

Per quanto attiene alla prima categoria di argomentazioni, si sostiene che le informazioni raccolte a fini di vigilanza assumono rilievo ai fini dell'analisi macro-prudenziale, in particolare per quanto attiene alla sorveglianza dei sistemi di pagamento e alla verifica della solidità di altre infrastrutture del mercato, ritenute essenziali per la conduzione della politica monetaria.

Le informazioni in parola, e soprattutto quelle riguardanti gli intermediari con rilevanza sistemica, sarebbero essenziali anche ai fini della vigilanza macroprudenziale, in quanto consentono di formulare stime più accurate dell'attività economica e delle pressioni inflazionistiche, favorendo la scelta dell'orientamento più appropriato per la politica monetaria. Inoltre, si osserva che in caso di crisi dei mercati finanziari, la banca centrale sarebbe inevitabilmente coinvolta.

I vantaggi della realizzazione di sinergie informative risulterebbero evidenti anche nel senso opposto, in quanto le conoscenze della banca centrale in merito agli andamenti dei mercati monetari e finanziari, ai sistemi di pagamento e alle operazioni di politica monetaria presentano una forte utilità per l'esercizio delle funzioni di vigilanza.

Le argomentazioni relative al rischio sistemico evidenziano lo stretto rapporto tra il controllo prudenziale dei singoli intermediari e la valutazione dei rischi per l'intero sistema finanziario.

Le banche centrali, avendo la responsabilità della stabilità sistemica, sarebbero in una posizione privilegiata per valutare non solo la probabilità e l'impatto di *shock* macroeconomici o turbolenze sui mercati dei capitali, ma anche la presenza di fattori che possono incidere negativamente sulla stabilità di più intermediari.

Al riguardo, si osserva che anche nei paesi che hanno optato per la separazione tra vigilanza e banca centrale, quali il Regno Unito, la responsabilità della banca centrale per la stabilità sistemica non è mai stata contestata.

L'ultimo gruppo di argomentazioni esalta la consolidata indipendenza, competenza e autorevolezza delle banche centrali rispetto alle istituzioni politiche, qualità che proteggerebbero l'esercizio della vigilanza da ingerenze esterne, e al tempo stesso escluderebbe il rischio di « cattura » da parte dei vigilati.

Inoltre, viene posto l'accento sul fatto che le banche centrali possiedono un patrimonio consolidato di conoscenze sulla struttura e sul funzionamento del sistema finanziario nazionale.

I tre argomenti utilizzati a sostegno dell'attribuzione delle competenze di vigilanza ad uno o più organismi distinti dalla banca centrale possono essere anch'essi ripartiti in tre gruppi:

- a) il rischio di conflitto di interessi fra vigilanza prudenziale e politica monetaria, nonché la questione del *moral hazard*;

- b) la tendenza alla creazione di conglomerati polifunzionali e la progressiva assimilazione dei prodotti e degli intermediari finanziari;

c) l'esigenza di evitare un'eccessiva concentrazione di poteri nella banca centrale.

La prima categoria di argomentazioni evidenzia il rischio che la fragilità del sistema bancario possa indurre la banca centrale a perseguire una politica monetaria più accomodante rispetto a quella richiesta per il perseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. Secondo questa impostazione la banca centrale dovrebbe incentrare la propria attenzione esclusivamente sul mantenimento della stabilità dei prezzi; la considerazione diretta sull'instabilità finanziaria da parte della banca centrale destabilizzerebbe l'economia dando origine a *moral hazard*. In altri termini, ove alla banca centrale sia attribuito il compito di contrastare l'inflazione alla medesima non dovrebbero essere attribuite competenze, né esclusive né condivise, in materia di vigilanza.

Il rischio di *moral hazard* viene richiamato altresì con riguardo al ruolo delle banche centrali nella gestione delle crisi. In particolare, si afferma che le competenze delle banche centrali al riguardo favorirebbero l'assunzione di rischi eccessivi da parte dei soggetti bancari vigilati, in quanto la prima interverrebbe in aiuto di questi ultimi concedendo credito di ultima istanza, oppure modificando i tassi di interesse, eventualmente al fine di celare gravi carenze dell'attività di vigilanza.

Per quanto attiene agli argomenti relativi alla formazione di conglomerati finanziari polifunzionali, si osserva la crescente interconnessione fra banche, società di intermediazione mobiliare, gestori di patrimoni e imprese di assicurazione, e la tendenza al superamento della distinzione fra le tipologie prodotti finanziari, rende poco efficiente un sistema di vigilanza che preveda l'intervento di diverse autorità. La previsione di meccanismi di coordinamento delle autorità non rappresenterebbe una soluzione adeguata in quanto fonte di complicazione dei processi decisionali e di aumento dei costi di vigilanza per gli intermediari. Pertanto, si renderebbe opportuna la creazione di un'unica autorità di vigilanza, distinta dalla banca centrale, alla quale tradizionalmente non spettano funzioni di controllo sulle società di intermediazione mobiliare e sulle compagnie di assicurazione.

L'argomento concernente la concentrazione dei poteri evidenzia che il conferimento ad una banca centrale di funzioni di regolamentazione e vigilanza estese all'intero settore finanziario aumenterebbe il rischio di abusi nello svolgimento delle funzioni da parte della medesima.

Con l'introduzione dell'euro e il trasferimento delle competenze in materia di politica monetaria al SEBC, alcuni degli argomenti contrari o favorevoli alla attribuzione alle banche centrali nazionali delle funzioni di vigilanza prudenziale alcuni degli argomenti sopra richiamati hanno perso rilievo e semmai si ripropongono nel dibattito relativo al trasferimento di dette funzioni alla BCE o ad un'autorità di vigilanza comunitaria.

Diverse, tuttavia, risultano le conclusioni che si possono formulare al riguardo e che sono sinora emerse in dottrina e nel dibattito istituzionale.

Da una parte (studio BCE), si afferma che nel quadro istituzionale dell'UEM sarebbe opportuno affiancare alle competenze del SEBC in materia di politica monetaria l'attribuzione alle banche centrali nazionali di ampi poteri di vigilanza sui mercati nazionali a livello sia microprudenziale sia macroprudenziale. In tal modo, infatti, si assicurerebbe un efficace collegamento fra le autorità di vigilanza all'interno dell'UEM, «ottimizzando il controllo dei rischi per la stabilità finanziaria nell'area della moneta unica e migliorando il coordinamento con le funzioni di banca centrale esercitate a livello dell'Eurosistema». Secondo questa impostazione, le attività delle banche centrali nazionali potrebbero estendersi anche a settori diversi da quello bancario, in considerazione delle problematiche di carattere sistemico connesse alla presenza di grandi conglomerati multifunzionali.

Laddove, comunque, a livello nazionale si ritenesse opportuno mantenere una separazione tra le competenze di vigilanza delle BCN sulle banche quelle di altri organismi di vigilanza sugli intermediari finanziari e le assicurazioni sarebbe opportuno stabilire forme di coordinamento fra le varie autorità attraverso l'istituzione di organi decisionali comuni, la condivisione di risorse, umane e di altra natura, così come mediante l'adozione di efficaci sistemi di cooperazione e di scambio delle informazioni.

Un'importanza decisiva viene quindi riconosciuta all'argomentazione per cui le banche centrali nazionali sarebbero le istituzioni strutturalmente e funzionalmente più attrezzate a far fronte al rischio sistemico che, con la creazione dell'Unione economica e monetaria, ha acquisito una forte rilevanza. In particolare, la creazione di infrastrutture comuni per i pagamenti di elevato ammontare e della riorganizzazione dei gruppi bancari e finanziari e la loro crescente presenza sui mercati mobiliari europei accresce «la probabilità che perturbazioni originate o incanalate attraverso i mercati dei capitali si propaghino oltre i confini nazionali».

In altri termini, la presenza di conglomerati finanziari multinazionali e di grandi dimensioni, dando origine a problemi di natura sistemica giustificherebbe un'estensione delle responsabilità delle banche centrali.

Queste ultime, possedendo una conoscenza diretta e approfondita dei mercati monetari e mobiliari dell'area euro, in quanto membri del SEBC, goderebbero «di un vantaggio comparativo nell'osservazione dei rischi in cui incorrono le singole istituzioni e, soprattutto, della correlazione fra i rispettivi profili di rischio.»

Le altre autorità di vigilanza non sarebbero, invece, in grado di valutare rapidamente ed efficacemente la probabilità che si generi una crisi sistemica, in quanto il loro «approccio prevalentemente microprudenziale non consentirebbe alle stesse di soppesare le conseguenze di una crisi che si propaghi attraverso i sistemi di pagamento e di regolamento nelle questioni di importanza sistemica»

Le medesime autorità risulterebbero, inoltre, meno adeguate in quanto dotate di «un mandato limitato ai confini nazionali e in genere intrattengono stretti rapporti, formali o informali, con i ministeri finanziari del proprio paese». Conseguentemente, tali autorità in caso di difficoltà tenderebbero a prediligere il coordinamento con il

proprio governo nazionale, attribuendo un'importanza minore al rischio sistemico.

Infine, la tesi in esame rileva che l'introduzione dell'euro, avendo privato le BCN di autonome competenze di politica monetaria, avrebbe reso priva di fondamento le obiezioni fondate sull'affermazione del conflitto tra la vigilanza prudenziale e le funzioni di politica monetaria e sul timore di una eccessiva concentrazione di poteri in capo alle banche centrali.

In senso opposto alle argomentazioni sopra richiamate si può osservare, in primo luogo, che gran parte di esse si fondano quasi esclusivamente sulla valorizzazione del ruolo delle banche centrali quali parti del SEBC, prive di autonomi poteri di politica monetaria ma componenti di una rete dotata di accesso privilegiato ai dati concernenti la situazione e lo sviluppo dei mercati.

Si tratta di argomentazioni che, richiamando direttamente o indirettamente la titolarità delle competenze monetarie in capo al SEBC, se sviluppate coerentemente, sembrerebbero giustificare più che un rafforzamento dei poteri di vigilanza delle singole BCN, il trasferimento dei medesimi poteri alla BCE (cfr. il paragrafo successivo).

Inoltre, proprio il fatto che le banche centrali siano membri del SEBC e partecipino alle deliberazioni in seno al Consiglio dei Governatori potrebbe essere richiamato per rilevare che l'attribuzione delle competenze di vigilanza alle BCN attenua ma non elimina del tutto il rischio di conflitto di interessi.

In secondo luogo, va osservato che il passaggio alla terza fase dell'UEM favorendo il processo di integrazione finanziaria rende più forte l'esigenza di adeguare il sistema di vigilanza alla crescente presenza di conglomerati polifunzionali e alla assimilazione degli strumenti finanziari, mediante il superamento o l'ammodernamento dei sistemi di vigilanza istituzionale o per attività. Tale processo riforma non sembra tuttavia tradursi necessariamente in un rafforzamento delle competenze di vigilanza delle banche centrali in quanto membri del SEBC.

Si può anzi osservare che l'argomento per cui soltanto le banche centrali, in seno al SEBC, fruirebbero di meccanismi di coordinamento e scambio di conoscenze e informazioni che le renderebbero meglio equipaggiate a fronteggiare il rischio sistemico, non appare convincente. Tale argomento, infatti, non sembra tenere conto dei progressi realizzati con l'applicazione del rapporto del comitato Lamfalussy e, in particolare, della creazione di una rete di autorità di regolamentazione dei mercati mobiliari (cfr. il paragrafo successivo). Tali autorità, in quanto membri del Comitato europeo dei regolatori dei valori mobiliari, partecipano attivamente al processo decisionale comunitario assicurando il coordinamento e l'indirizzo unitario nella fase di attuazione della normativa europea in materia.

Anche l'argomento per cui soltanto le banche centrali possedendo una conoscenza diretta e approfondita dei mercati monetari e mobiliari dell'area euro, in quanto membri del SEBC, non risulta del tutto persuasivo. Al riguardo, si può richiamare l'esperienza del Regno unito, in cui, dopo la creazione della FSA e il trasferimento alla medesima delle funzioni di vigilanza della Banca d'Inghilterra, si è

garantito un efficiente e continuo flusso di informazioni tra le due autorità, sulla base di un apposito *Memorandum* di intesa. Tali strumenti hanno consentito, secondo la valutazione espressa dal Presidente della FSA H. Davies nel corso di un'audizione sui temi della vigilanza sui mercati finanziari in Europa presso la Commissione per gli affari economici e finanziari del Parlamento europeo, una adeguata tutela dell'obiettivo della stabilità finanziaria e sorveglianza sul rischio sistemico.

Va evidenziato che il Parlamento europeo, nella risoluzione sulle norme di vigilanza prudenziale nell'Unione europea approvata nel novembre 2002 (2002/2061(INI)), pur mantenendo una posizione aperta per quanto riguarda le strutture nazionali di vigilanza, ha rilevato che la sottrazione alla banche centrali nazionali dei poteri di vigilanza potrebbe avere ricadute negative, « in quanto troncherebbe i legami tra vigilanza sui sistemi di pagamento e vigilanza bancaria e renderebbe più difficile il compito di conciliare le politiche microprudenziali e quelle macroprudenziali. »

2.1.6. *Integrazione economico-finanziaria europea e funzioni di vigilanza.*

Con la realizzazione dell'Unione economica e monetaria e l'avanzamento del processo di creazione di un mercato finanziario europeo unico hanno acquisito una crescente rilevanza le questioni connesse alla creazione di strumenti di coordinamento o addirittura di accentramento a livello comunitario delle funzioni di vigilanza sui mercati e sugli intermediari finanziari.

A fronte dell'incremento dell'attività finanziaria transfrontaliera e transettoriale, nell'Unione europea, come rilevato dal Rapporto Lamfalussy, coesistono 40 distinti organismi nazionali incaricati di regolare e vigilare sui mercati dei valori mobiliari, la natura e la distribuzione delle competenze dei quali risponde, come si è già avuto modo di rilevare, a criteri eterogenei

In tale contesto si determina una forte frammentazione della regolamentazione che, accrescendo i costi di vigilanza e creando una situazione di incertezza per gli operatori del mercato, ostacola fortemente lo sviluppo dei servizi finanziari transfrontalieri.

La segmentazione delle funzioni di vigilanza, inoltre, non consente di circoscrivere il rischio sistemico derivante dalla diffusione di situazioni di crisi che dovessero determinarsi in specifici mercati.

I principi del controllo del paese di origine e del mutuo riconoscimento dei provvedimenti di vigilanza delle autorità nazionali, ai quali è informata la legislazione comunitaria vigente in materia di vigilanza bancaria, assicurativa e sugli intermediari finanziari, di cui in particolare alla Direttiva 93/22/CEE, non si sono dimostrati, nell'esperienza applicativa, idonei *ex se* a fornire una risposta a tali aspetti problematici.

Il successo dell'integrazione finanziaria sembra pertanto non poter prescindere, oltre che dall'armonizzazione della disciplina sostanziale, anche dall'introduzione, se non di un unico sistema di vigilanza accentrato, quanto meno di dispositivi di coordinamento per

la definizione di criteri e parametri condivisi tra le competenti autorità nazionali.

Lo stesso piano d'azione per i servizi finanziari, presentato dalla Commissione europea nel maggio 1999 (COM(1999) 232), al fine di tradurre in un preciso programma di lavoro le linee di intervento prospettate nel quadro di azione per i servizi finanziari dell'ottobre 1998, ha prospettato l'adozione, entro il 2005, di una serie di misure, prevalentemente di natura legislativa, intese anche all'adeguamento delle norme e dei sistemi prudenziali e di vigilanza alle nuove e mutevoli strutture dei mercati finanziari.

Una prima soluzione teorica ai problemi sopra richiamati potrebbe consistere nella decisione di concentrare, parallelamente al completamento del processo di integrazione finanziaria, in capo ad un'unica autorità comunitaria le funzioni di vigilanza e regolazione sui mercati finanziari.

In questo senso si è tornati anche a ipotizzare l'opportunità di attribuire alla BCE le competenze di vigilanza assegnate alle banche centrali nazionali.

Un trasferimento delle competenze in materia al livello comunitario, tuttavia, appare politicamente prematuro ed è privo di una adeguata base giuridica nel trattato CE.

Le uniche disposizioni che contemplano espressamente il conferimento ad istituzioni comunitarie di competenze in materia di vigilanza sono contenute dall'articolo 105 del Trattato CE e dagli articoli 3 e 25 dello Statuto del sistema europeo delle banche centrali.

L'articolo 105 del Trattato CE e l'articolo 3 paragrafo 3 dello Statuto del SEBC attribuiscono al SEBC, senza trasferire ad esso specifici poteri, il compito di contribuire « ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario, ».

Il paragrafo 6 del medesimo articolo 105 prevede che il Consiglio, deliberando all'unanimità su proposta della Commissione, previa consultazione della BCE e acquisito il parere conforme del Parlamento europeo, possa affidare alla BCE « compiti specifici » in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione.

Il paragrafo 1 dell'articolo 25 dello Statuto del SEBC stabilisce la competenza della BCE ad esprimere pareri alla Commissione, al Consiglio e alle competenti autorità degli Stati membri sulla portata e sull'applicazione della legislazione comunitaria concernente la vigilanza sul settore creditizio e la stabilità del sistema finanziario. Il successivo paragrafo 2 ribadisce quanto previsto dall'articolo 105, paragrafo 6.

In sostanza, fatta salva tale ultima disposizione, che si riferisce peraltro a « poteri specifici », il trattato e lo statuto del SEBC attribuiscono al SEBC e alla BCE soltanto il compito di concorrere attraverso strumenti non vincolanti ad una conduzione coerente delle funzioni di vigilanza prudenziale.

Una diversa opzione consiste nella creazione di strumenti e eventualmente organismi di coordinamento dell'attività dei regolatori

nazionali che restano, comunque, i soli titolari delle competenze di vigilanza.

Questa seconda soluzione si è ormai consolidata a livello europeo, mediante la creazione di organismi a carattere permanente di cooperazione informale e di strumenti di consultazione e coordinamento nel settore della regolazione e della vigilanza. Occorre peraltro sottolineare che sino alla applicazione, a partire dal 2001, del metodo proposto dal comitato dei saggi presieduto da A. Lamfalussy, si è proceduto alla istituzione di comitati e gruppi di lavoro con riferimento a specifici settori e non all'interno di un quadro e di un modello regolamentare organico.

Per quanto concerne, in particolare, il settore bancario si ricordano innanzitutto il Comitato di consulenza bancaria (BAC) che fornisce assistenza e consulenza alla Commissione europea per la formulazione e l'implementazione della normativa europea nel settore bancario, il Gruppo di Contatto che riunisce le autorità di vigilanza dell'area dell'Euro e infine il Comitato di supervisione bancaria della banca Centrale Europea che riunisce le autorità di vigilanza sulle banche di tutti i paesi dell'Unione europea competente sulle questioni relative all'vigilanza prudenziale e alla stabilità finanziaria.

Per questioni specifiche sono stati anche sottoscritti dei memorandum d'intesa fra la Banca centrale europea e le autorità di vigilanza sulle banche.

Nel settore assicurativo operano parallelamente agli organismi del settore bancario la *Insurance Committee* e la Conference of Insurance Supervisors.

Per quanto concerne la vigilanza sui conglomerati finanziari nel 1999 è stato costituito un Gruppo tecnico misto competente sulle questioni intersettoriali e una Tavola rotonda permanente intersettoriale che promuove lo scambio di informazioni fra autorità di vigilanza.

Nel 1998, inoltre, è stato istituito su iniziativa dell'allora Commissario europeo al mercato interno Monti il *Financial Services Policy Group* (FSPG) allo scopo di promuovere direttive per gli interventi normativi nel settore della regolazione finanziaria e il Comitato economico e finanziario EFC con competenza nelle materie della vigilanza macro-prudenziale ed altri temi riguardanti i mercati finanziari.

Con il rapporto finale sulla regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari, presentato nel marzo 2001 dal comitato di saggi presieduto dall'ex presidente dell'IME Alexandre Lamfalussy il coordinamento tra le autorità di vigilanza è stato configurato quale elemento fondamentale dell'intero ciclo decisionale comunitario nel settore dei mercati finanziari.

Il rapporto, come è noto, ha previsto, al fine di superare i fattori di criticità della legislazione europea nel settore in questione, l'articolazione del processo decisionale in quattro differenti livelli.

Ai primi due livelli si collocano, rispettivamente, l'attività legislativa in senso stretto, vale a dire l'adozione da parte del Parlamento europeo e del Consiglio di regolamenti o direttive secondo la procedura di codecisione e le relative disposizioni di attuazione poste in essere dalla Commissione in conformità alla procedura di regola-

mentazione prevista dalla Decisione del Consiglio 1999/468/CE (c.d. nuova decisione comitatologia).

Il terzo livello decisionale è quello che presenta i maggiori punti di interesse per l'assetto dei poteri di vigilanza, consistendo appunto nel coordinamento, in via formale, delle attività delle autorità nazionali di regolazione e vigilanza sui mercati finanziari, al fine di garantire un recepimento uniforme e coerente delle disposizioni adottate ai primi due livelli. A tal fine, viene attribuito un ruolo preminente al Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CAERVM).

Tale comitato interviene anche nella seconda fase, con funzioni meramente consultive, ed è composto in questo caso dai presidenti delle autorità nazionali aventi competenze di regolazione e vigilanza sui mercati mobiliari.

Al terzo livello decisionale il CAERVM opera in una composizione parzialmente modificata, dovendovi partecipare un rappresentante per ciascuno Stato membro, designato dalla autorità di regolazione e vigilanza nazionali. Il CAERVM ha il compito di favorire, mediante l'adozione di atti non vincolanti, una progressiva convergenza dei sistemi nazionali di regolazione e vigilanza nel settore dei mercati dei valori mobiliari. In particolare, il Comitato dovrebbe: definire le linee direttrici per l'adozione di norme regolamentari a livello nazionale adottare raccomandazioni interpretative comuni; definire, nei settori non disciplinati dalla normativa comunitaria, *standard* comuni per l'elaborazione delle disposizioni di attuazione e l'attività di regolazione nazionali; comparare e riesaminare le prassi regolamentari nazionali, al fine di assicurare l'applicazione effettiva delle norme comunitarie ed individuare le migliori prassi; organizzare a cadenza regolare una valutazione reciproca delle norme regolamentari e delle prassi adottate negli Stati membri.

Gli atti adottati dal comitato, pur essendo privi di efficacia vincolante, essendo posti in essere con il concorso degli stessi rappresentanti della autorità nazionali, sembrano costituire, in assenza di una convergenza delle strutture di vigilanza, un efficace meccanismo di coordinamento.

Tali atti, infatti, proprio per la loro natura atipica, si caratterizzano per la flessibilità e la rapida attitudine all'adattamento necessarie per consentire l'adeguamento delle funzioni di vigilanza all'evoluzione dei mercati. In tal modo si previene, inoltre, il rischio che fattispecie nuove, emerse nel funzionamento del mercato, possano indurre le autorità nazionali ad interpretazioni divergenti della disciplina comunitaria e dei relativi atti nazionali di recepimento.

La scelta di conferire compiti di coordinamento, indirizzo e informazione reciproca al CAERVM appare, allo stato attuale, la soluzione più pragmatica e potenzialmente efficace al fine di favorire la convergenza dei sistemi nazionali di vigilanza.

Questa conclusione è emersa nel corso degli incontri tenuti da una delegazione della VI Commissione finanze nel corso della missione a Bruxelles e Francoforte svoltasi nel mese di marzo 2002.

In particolare, il prof. Padoa Schioppa ha sottolineato come le profonde differenze dei modelli nazionali non renderebbero al momento realistiche le ipotesi di un trasferimento delle competenze di

vigilanza a livello comunitario e che sarebbe, invece, auspicabile un rafforzamento delle strutture di cooperazione tra le autorità di vigilanza nazionali.

Analogamente il signor Wright, Direttore dei servizi finanziari nell'ambito della DG Mercato interno della Commissione europea, e la signora De Richemont, Capo di Gabinetto del Commissario Bolkestein, hanno precisato che la Commissione europea, non ritenendo politicamente praticabili e prive di base giuridica progetti di accentramento delle competenze di vigilanza a livello comunitario, considera con favore il rafforzamento dei meccanismi e delle strutture di contatto informale tra le autorità nazionali competenti in materia. Entrambi hanno evidenziato che il successo del metodo Lamfalussy e l'avanzamento del processo di integrazione dei mercati potrebbero favorire in misura significativa una convergenza funzionale delle tecniche di vigilanza da parte delle autorità nazionali.

Lo stesso approccio sembra essere alla base delle conclusioni della riunione informale del Consiglio Ecofin, tenutasi ad Oviedo il 13 aprile 2002, nella quale è stato convenuto che devono proseguire i lavori «atti ad assicurare che l'Unione europea disponga di strutture appropriate per la regolamentazione e la vigilanza finanziaria in un contesto finanziario in rapida evoluzione», mediante, in particolare, lo scambio di informazioni sulla vigilanza, le migliori pratiche e la convergenza tra le autorità nazionali.

2.1.7. Considerazioni conclusive.

L'indagine conoscitiva ha consentito di pervenire ad alcune conclusioni di carattere generale in merito all'adeguatezza del sistema di vigilanza vigente rispetto alle esigenze poste dall'evoluzione dei mercati e dal processo di integrazione monetaria e finanziaria a livello europeo.

Prima di formulare alcune considerazioni in merito alle caratteristiche e ai contenuti di un eventuale intervento di riassetto del sistema italiano di vigilanza, appare necessario valutare attentamente proprio le questioni connesse alla convergenza delle funzioni di vigilanza a livello europeo.

La realizzazione entro il 2003 di un mercato unico dei valori mobiliari e entro il 2005 di un mercato unico di tutti i servizi finanziari impone indubbiamente l'adozione di correttivi all'attuale frammentazione delle competenze di vigilanza.

In particolare, le disparità esistenti fra le normative o le pratiche di vigilanza settoriali appaiono inadeguate a garantire l'efficienza delle funzioni di regolamentazione a fronte, soprattutto, della diffusione di gruppi finanziari complessi di grandi dimensioni che amplifica il rischio sistemico.

Tuttavia, come si è già avuto modo di rilevare, l'idea di risolvere il problema mediante l'accentramento in un'unica autorità europea, competente per tutti o per specifici settori, delle funzioni di vigilanza non appare allo stato né realistica, mancando la base giuridica e le condizioni politiche necessari, né utile, tenuto conto dell'assetto della regolamentazione e delle funzioni di vigilanza.

La creazione di autorità uniche a livello europeo risulterebbe, infatti, in contrasto anzitutto con l'approccio seguito dalla stessa normativa comunitaria sostanziale nel settore dei mercati finanziari, la quale si ispira al metodo dell'armonizzazione minima, rimettendo ampia discrezionalità al legislatore e alle autorità di vigilanza nazionali.

In secondo luogo, si determinerebbe un'evidente incoerenza rispetto al processo in corso di realizzazione nel settore della concorrenza, in cui si prospetta il conferimento alle autorità nazionali di più ampie competenze in merito all'applicazione delle disposizioni del trattato CE relative alle intese restrittive.

L'opzione preferibile, come sottolineato da tutti i soggetti auditi nel corso della missione a Bruxelles e Francoforte, appare dunque quella di proseguire, per un verso, l'armonizzazione normativa e di rafforzare, per altro verso, gli strumenti e le sedi di coordinamento e cooperazione tra gli organismi di vigilanza nazionale, quali i protocolli d'intesa, i comitati, la compartecipazione agli organi decisionali delle diverse autorità e misure analoghe.

Si tratta di un approccio pienamente coerente con il principio di sussidiarietà e che trova un incoraggiante punto di partenza nella positiva esperienza sinora maturata sia in seno ai comitati operanti nel settore, bancario, assicurativo e finanziario che attraverso i memorandum d'intesa e gli altri strumenti di coordinamento sviluppati nella prassi.

È molto significativo che la risoluzione del Parlamento europeo sulle norme di vigilanza prudenziale nell'Unione europea adottata nel novembre 2002 (2002/2061(INI)), dopo un'ampia attività conoscitiva svolta dalla Commissione per gli affari economici e finanziari, pur individuando in prospettiva l'obiettivo di una vigilanza integrata a livello europeo, abbia riconosciuto che nella fase attuale l'unica via perseguibile è quella del miglioramento degli strumenti e degli organismi di coordinamento tra le autorità nazionali.

In particolare, il modello previsto dal Rapporto *Lamfalussy* per il settore dei valori mobiliari appare senz'altro la soluzione più pragmatica e efficace al fine di favorire la convergenza dei sistemi nazionali di vigilanza, coinvolgendo, secondo un disegno organico, le autorità di ciascuno Stato membro sia nella fase della preparazione che nella fase dell'attuazione della normativa comunitaria in materia.

Poiché l'applicazione del modello *Lamfalussy* è per il momento limitata alla regolamentazione relativa ai valori mobiliari ed è controversa la possibilità di una sua estensione anche al settore bancario e assicurativo, appare evidente, proprio in considerazione della despecializzazione e delle polifunzionalità degli intermediari, l'opportunità di prevedere appositi organismi e procedure di cooperazione che coinvolgano contestualmente tutte le autorità nazionali incaricate nella vigilanza nei diversi settori e con riferimento alla tutela di diversi interessi.

Per quanto attiene alla valutazione del sistema di vigilanza attualmente applicato nel nostro ordinamento, la Commissione condivide il giudizio complessivamente positivo emerso dalle audizioni ma concorda anche sulla necessità di una attenta valutazione, anche alla luce dell'esperienza di altri ordinamenti, dei correttivi da apportare

in considerazione di alcuni fenomeni evolutivi registratisi negli ultimi anni.

Al riguardo, è opportuno precisare preliminarmente che appare senz'altro condivisibile l'opinione secondo la quale l'assetto della vigilanza deve essere definito in relazione agli obiettivi pubblici che ciascun ordinamento considera prioritari e alle caratteristiche istituzionali proprie dello stesso ordinamento e del relativo sistema economico-finanziario.

L'esame delle esperienze di altri ordinamenti nonché dei modelli teorici operata nel corso dell'indagine dimostra con chiarezza che non è possibile individuare un modello di vigilanza perfetto e completamente immune dai rischi di inefficienza e *moral hazard* connessi all'esercizio delle funzioni di vigilanza.

Ogni modello o combinazione di modelli presenta una serie di vantaggi e svantaggi derivanti non soltanto dalle sue caratteristiche strutturali e funzionali intrinseche ma anche, in misura rilevante, dall'assetto istituzionale ed economico di ciascun Paese.

Ferma restando l'assenza di valide argomentazioni teoriche e pratiche che rendano preferibile la scelta per uno dei modelli, dall'indagine sono emersi numerosi ed importanti elementi di conoscenza e di valutazione che sembrano prospettare l'opportunità di una attenta riflessione in merito alla modifica del sistema di vigilanza attualmente vigente sul nostro ordinamento.

1) Un primo elemento, sul quale è emerso il consenso della maggioranza dei soggetti auditi, attiene all'esigenza di adattare l'assetto delle funzioni di vigilanza alla evoluzione del mercato, segnatamente per quanto attiene al superamento, sul piano funzionale, delle demarcazioni tra attività bancaria, mobiliare e assicurativa e alla conseguente despecializzazione degli intermediari e, sul piano territoriale, dello sviluppo di mercati integrati.

Nel nostro Paese questo fenomeno si è manifestato, soprattutto nell'ultimo decennio, sia per quanto attiene alle strutture proprietarie sia con riferimento alla offerta e alla tipologia degli strumenti finanziari.

Sotto il primo profilo, si è determinata una crescita delle integrazioni proprietarie, mediante la cessione di quote di capitale tra intermediari ovvero tra soggetti controllanti, controllati o collegati. Di immediata evidenza è la tendenziale compenetrazione, anche sotto il profilo strutturale, dei comparti bancario e assicurativo, resa evidente dal crescente numero di compagnie assicurative con controllo o elevata partecipazione dei gruppi bancari, i quali hanno arricchito conseguentemente la propria offerta con una stabile componente assicurativa, segnatamente nella distribuzione di polizze del ramo vita. Occorre poi ricordare che le banche controllano il maggior numero di società di gestione di fondi comuni di investimento.

Con riferimento al secondo aspetto, si è registrata un forte sviluppo, con diverse forme e tecniche, di nuovi strumenti finanziari a carattere misto o di combinazioni innovative di differenti strumenti finanziari. È il caso, in particolare di prodotti « sintetici », quali i c.d. « conti-fondo », risultanti dall'abbinamento tra conto corrente bancario e fondo comune di investimento che consentono investimenti in

quote di fondo comune in modo automatico, ovvero dei contratti di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione con prestazioni direttamente collegate a fondi di investimento o a indici azionari o altri valori di riferimento (polizze c.d. *unit-linked* o *index-linked*).

L'attuale modello di vigilanza, articolato in base al criterio per finalità e, per le assicurazioni e i fondi pensione, istituzionale, non sembra consentire una supervisione unitaria sugli operatori e sugli strumenti di carattere polifunzionale.

Significativo al riguardo è il fatto che le citate polizze *unit-linked* o *index-linked* non siano considerate strumenti finanziari ai sensi dell'articolo 1 del TUF, né le imprese di assicurazione siano qualificabili quali soggetti autorizzati all'esercizio dei servizi di investimento. L'articolo 100, comma 1, lettera f, del T.U.F. esenta, inoltre, dalla disciplina relativa alla sollecitazione all'investimento dei prodotti assicurativi e delle obbligazioni bancarie.

Invero, lo schema originario di decreto legislativo recante il Testo unico della finanza, demandava a regolamenti della Consob, di intesa con le competenti autorità di vigilanza, la fissazione di norme applicabili per l'offerta di prodotti assicurativi del ramo vita, aventi natura prevalentemente finanziaria. Tale previsione è stata tuttavia espunta dal testo finale del decreto.

L'adeguamento del sistema di vigilanza alle esigenze sopra richiamate, comportando un riesame dell'assetto complessivo esistente nel nostro ordinamento sembra, peraltro, eccedere i profili strettamente connessi all'attuazione del TUF e alla regolamentazione dei mercati finanziari che costituiscono l'oggetto di questa indagine conoscitiva.

La Commissione ritiene, tuttavia, necessaria e urgente, nel quadro del prossimo esame delle proposte di riforma della autorità indipendente, una attenta valutazione, anche alla luce delle esperienze straniere, in merito alla aggregazione di determinate competenze in capo ad un'unica autorità o alla definizione di meccanismi di coordinamento nella fase decisionale tra le autorità esistenti.

2) Un secondo aspetto concerne il rischio di conflitto e inefficienza della vigilanza che può determinarsi allorché ad un'unica autorità sia attribuita la tutela di più obiettivi potenzialmente confliggenti. Tale questione si è posta anzitutto con riguardo a quegli ordinamenti, quale tra gli altri quello italiano, alla Banca d'Italia alla quale è affidata non soltanto la funzione di tutelare la stabilità ma anche la concorrenza del settore creditizio.

Anche con riferimento a tale profilo, si può osservare che esso dovrebbe essere esaminato, con particolare attenzione, nel più ampio contesto della riforma della disciplina delle autorità indipendenti nel nostro ordinamento.

3) Un terzo elemento, sul quale si è registrata l'opinione concorde dei soggetti auditi, attiene alla esigenza che il sistema di vigilanza non determini oneri eccessivi a carico degli intermediari.

Sotto tale profilo, la Commissione rileva l'opportunità, indipendentemente dalle scelte che si intendano operare in merito alla ripartizione delle competenze di vigilanza, di assicurare una maggiore

coerenza e coordinamento nell'esercizio delle funzioni di regolazione da parte delle diverse autorità, segnatamente evitando le duplicazioni degli adempimenti e i contrasti di indirizzo.

La minimizzazione degli oneri per i soggetti vigilati costituisce, infatti, non tanto uno strumento di tutela degli interessi dei soggetti vigilati, quanto soprattutto un presupposto per la realizzazione nel nostro paese di un mercato finanziario competitivo, attraverso la riduzione dei prezzi dei servizi finanziari.

2.2. *L'assetto dei poteri di regolamentazione.*

2.2.1 *Considerazioni generali.*

Uno specifico approfondimento nel corso dell'indagine conoscitiva è stato riservato al tema dell'assetto delle competenze normative e applicative definito dal Testo unico della finanza.

Una delle maggiori novità introdotte dal TUF è consistita, infatti, nella delegificazione della disciplina della intermediazione finanziaria, operata mediante l'attribuzione di ampi poteri regolamentari alle autorità di vigilanza, nonché al Ministro del tesoro (ora dell'economia e delle finanze), nonché nel riconoscimento, per alcuni ambiti, di spazi non irrilevanti per l'autoregolazione.

Nel corso delle audizioni è emerso un giudizio complessivamente positivo su questa articolazione della disciplina dei mercati finanziari in diversi livelli e forme di regolamentazione operata dal Testo unico della finanza.

La maggior parte dei soggetti interessati ha concordato nell'evidenziare che l'adozione a livello legislativo di una normazione per principi e regole generali, con la conseguente attribuzione di competenze normative alle competenti autorità di settore e di spazi per l'autoregolamentazione, appare, in linea di principio, idonea a garantire alla regolazione la flessibilità resa necessaria dalla forte dinamicità e dalla rapida e costante evoluzione dei mercati finanziari.

L'adozione di una legislazione relativa ai mercati finanziari formulata in termini generali e il conferimento di poteri regolamentari alle autorità di vigilanza costituisce, in effetti, un modello già radicato negli ordinamenti di altri paesi sviluppati.

Un sistema di regolazione a più livelli è in via di consolidamento anche nell'ordinamento comunitario. Il citato rapporto finale del comitato dei saggi presieduto da A. Lamfalussy, prevede, infatti, l'articolazione del processo decisionale comunitario nei settori relativi ai servizi finanziari in quattro successivi livelli decisionali. Come già ricordato, al primo livello, di rango legislativo, verrebbero adottati provvedimenti contenenti una normativa-quadro, mentre l'emana-zione di disposizioni di attuazione sarebbe rimessa a successivi provvedimenti delegati posti in essere, con procedure semplificate, dalla Commissione (secondo livello).

Alla valutazione complessiva positiva dell'assetto ordinamentale dei poteri di regolazione si sono, tuttavia, accompagnati nel corso delle audizioni alcuni rilievi critici in merito alle dimensioni assunte

nonché alle modalità procedurali e alle forme attraverso le quali è stata esercitata l'attività normativa secondaria e l'attività di indirizzo.

Le questioni problematiche emerse sembrano riconducibili essenzialmente ai seguenti quattro profili:

a) l'estensione assunta dall'attività regolamentare, con particolare riferimento ai profili connessi al c.d. eccesso di regolamentazione e alla autoregolamentazione;

b) il ricorso ad atti atipici, di incerta efficacia, quali le comunicazioni adottate dalla autorità di vigilanza, soprattutto per quanto attiene alla conoscibilità di tali atti e alla loro coerenza con la normativa;

c) la disciplina del procedimento di adozione degli atti posti in essere, con particolare riferimento alla trasparenza e alla consultazione dei soggetti interessati;

d) il controllo giurisdizionale sugli atti delle autorità di vigilanza.

2.2.2. Estensione dell'attività regolamentare.

Con riguardo ai profili connessi al contenuto e ai limiti del potere regolamentare, taluni dei soggetti auditi, in particolare le associazioni degli intermediari e gli esperti della materia, hanno rilevato che la normativa secondaria, adottata per effetto della parziale delegificazione operata dal TUF, determinerebbe in alcuni casi anche per l'assenza di forme di consolidamento e coordinamento dei provvedimenti emanati, un carico regolamentare eccessivo per le imprese.

Peraltro, piuttosto che imputare tale carico normativo all'elevato numero di regolamenti emanati dal Ministro dell'economia e delle finanze, dalla CONSOB e dalla Banca d'Italia, la maggioranza dei soggetti auditi ha, invece, posto l'accento sull'eccesso di dettaglio che caratterizzerebbe alcune disposizioni regolamentari e sulla assenza di adeguato coordinamento tra alcuni regolamenti adottati dalla medesima autorità o da autorità diverse. Tale situazione risulterebbe, inoltre, aggravata dalla proliferazione di atti atipici di carattere interpretativo e informativo.

L'estrema puntualità della disciplina regolamentare avrebbe poi avuto, a giudizio di alcuni, concorso a comprimere gli spazi rimessi all'autoregolamentazione, il ricorso alla quale è stato sinora poco significativo, fatta eccezione per il c.d. Codice Preda approvato in sede di Borsa italiana.

Sul punto, la CONSOB ha rilevato, in primo luogo, che l'incremento nel numero e nei contenuti degli atti regolamentari è un fenomeno non limitato al nostro ordinamento ma presente nell'esperienza di altri Paesi, nei quali già da tempo le autorità di vigilanza sono dotate di ampi poteri normativi secondari.