



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

QUADERNI  
DI  
FINANZA

STUDI E RICERCHE

---

REGOLAMENTAZIONE E MERCATO FINANZIARIO:  
ANALISI E PROSPETTIVE DI RIFORMA  
PER IL SISTEMA ITALIANO

*C. Di Noia e L. Piatti*

---

N. 30 - SETTEMBRE 1998

I *Quaderni di Finanza* hanno lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari ed alla loro regolamentazione.

Nella collana «Studi e Ricerche» vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana «Documenti» trovano spazio gli interventi istituzionali, gli atti di convegni.

Comitato di Redazione: Marcello Bianchi, Carmine Di Noia, Alfredo Macchiati, Giovanni Siciliano.

Segreteria di Redazione: Eugenia Della Libera e Francesca Tempestini.

REGOLAMENTAZIONE E MERCATO FINANZIARIO:  
ANALISI E PROSPETTIVE DI RIFORMA PER IL SISTEMA ITALIANO

*Carmine Di Noia<sup>(\*)</sup> e Laura Piatti<sup>(\*\*)</sup>*

SINTESI

Il lavoro trae spunto dal dibattito e dalle recenti istanze di riforma degli assetti di regolamentazione dei mercati finanziari, che si stanno manifestando nelle sedi sia nazionali che internazionali. Il percorso di analisi si articola in una prima sezione di disamina degli obiettivi e dei modelli teorici della regolamentazione del sistema finanziario. Segue una descrizione delle più recenti dinamiche evolutive relative ai soggetti, agli strumenti e ai mercati finanziari con riferimento alla situazione italiana, della quale si illustrano alcuni elementi propri degli attuali assetti regolamentari: la realtà del mercato italiano sembra trovare particolare aderenza a forme regolamentari improntate al modello “per finalità”, che anche dal punto di vista teorico risulta particolarmente attraente. Si giunge così all’ipotesi di una nuova configurazione dello schema di vigilanza sul mercato finanziario nazionale, attraverso l’assegnazione di obiettivi - “finalità” - diversi a distinte Autorità. In questa prospettiva, nel lavoro si propone di attribuire il conseguimento dei tre obiettivi della vigilanza - stabilità, trasparenza e correttezza, concorrenza - a tre Autorità distinte, che vigilerebbero su tutto il mercato finanziario, prescindendo dalla natura soggettiva degli intermediari - siano essi bancari, mobiliari o assicurativi. I problemi di coordinamento tra le diverse Autorità sarebbero affrontati attraverso la costituzione di una “Commissione per la vigilanza sul sistema finanziario”. Infine, si delineano le principali caratteristiche funzionali delle tre Autorità, in termini di nomine, organizzazione, finanziamento e controlli.

---

(\*) *Consob, Divisione Studi Economici; E-mail: c.dinoia@consob.it.*

(\*\*) *Reale Mutua Assicurazioni; E-mail: piatti@realemutua.it. Il lavoro è stato realizzato quando l’autore prestava servizio presso la Consob, Divisione Studi Economici.*

INDICE

I.	INTRODUZIONE .....	Pag.	7
II.	MODELLI DI REGOLAMENTAZIONE E VIGILANZA DEL MERCATO FINANZIARIO .....	»	10
	II.1 La regolamentazione del mercato finanziario .....	»	10
	II.2 I modelli di vigilanza sul mercato finanziario .....	»	14
	II.3 Esiste un modello di vigilanza ottimale? .....	»	21
III.	IL PROCESSO DI INTEGRAZIONE DEGLI INTERMEDIARI, DEI MERCATI E DEGLI STRUMENTI FINANZIARI E GLI ASSETTI REGOLAMENTARI DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO ..	»	23
	III.1 L'integrazione tra intermediari, mercati e strumenti .....	»	23
	III.2 L'articolazione della regolamentazione .....	»	33
	III.3 Gli obiettivi della vigilanza .....	»	40
IV.	UNA PROSPETTIVA DI RIFORMA DELLA REGOLAMENTAZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO .....	»	52
	IV.1 L'ipotesi di riforma .....	»	52
	IV.2 Le caratteristiche di indipendenza della Autorità di vigilanza ...	»	56
V.	CONCLUSIONI .....	»	63

## I. INTRODUZIONE<sup>(1)</sup>

L'evoluzione dei mercati dei capitali è stata particolarmente significativa, negli ultimi decenni, con riguardo agli intermediari, ai sistemi di scambio e agli strumenti finanziari. Le modifiche strutturali hanno soprattutto riguardato i più tradizionali operatori finanziari, ossia quelli bancari, così come quelli mobiliari e assicurativi. Contestualmente, gli assetti regolamentari sono stati oggetto di rilevanti cambiamenti.

Questa dinamica è al centro degli interessi nelle sedi internazionali, sia a livello teorico<sup>(2)</sup> che di scelte di *policy*: molti Paesi (Stati Uniti, Regno Unito, Australia e Giappone) stanno infatti riconsiderando, spesso radicalmente, i loro assetti regolamentari<sup>(3)</sup>.

Anche in Italia si registrano tendenze evolutive in tale direzione. In particolare, nel periodo più recente, l'approvazione della legge Comunitaria 1994<sup>(4)</sup> e di quella 1995-97<sup>(5)</sup>, il recepimento della direttiva comunitaria sui servizi di investimento<sup>(6)</sup>, realizzatosi con il decreto Eurosim<sup>(7)</sup>, e la recente emanazione del Testo unico della finanza<sup>(8)</sup> rendono particolarmente attuale il tema del riordino degli assetti della regolamentazione del mercato finanziario. Posizioni e opinioni diverse si confrontano su un terreno alquanto delicato. Vi è chi (Visentini, 1996) ha proposto di sottrarre alla Consob i controlli sulle Sim affidandoli alla Banca d'Italia, a cui spetterebbero anche quelli sui fondi pensione, introducendo peraltro "un sistema amministrativo di gestione dell'informazione attraverso la Consob", che vigilerebbe sulla sola trasparenza del mercato finanziario. Altri (parere

---

(1) *Le opinioni espresse in questo lavoro sono strettamente personali e non impegnano in alcun modo l'Istituzione di appartenenza. Si ringraziano i partecipanti al seminario tenuto dagli autori presso il Dipartimento di Economia S. Cagnetti De Martiis, Facoltà di Scienze Politiche, Università di Torino, in data 25 febbraio 1997. Utili commenti e suggerimenti sono giunti da P.F. Lotito, A. Macchiati e M. Onado. Una versione precedente del lavoro è stata pubblicata come Quaderno di Ricerca n. 2/1997 del Dipartimento di Economia S. Cagnetti De Martiis, Facoltà di Scienze Politiche, Università di Torino.*

(2) *Goodhart e Shoenmaker, 1992; Dewatripont e Tirole, 1998; Merton e Bodie, 1995; White, 1997.*

(3) *Su questi temi si possono vedere Coffee, 1995; Dale, 1997; Taylor, 1997.*

(4) *Legge 52/96, recante "Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee - Legge comunitaria 1994".*

(5) *Legge 128/98, recante "Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee - Legge comunitaria 1995-1997".*

(6) *Direttiva 93/22/CEE, detta direttiva Eurosim (così di seguito).*

(7) *Decreto legislativo 415/96, che ha recepito contemporaneamente anche la direttiva 93/6/CEE, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi (cosiddetta direttiva CAD, così di seguito).*

(8) *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (Decreto Legislativo 58/98).*

della VI Commissione, Finanze, della Camera dei Deputati sul disegno di legge Comunitaria 1995-1997 n. 3838) hanno evidenziato l'opportunità di "prevedere la sottoposizione al controllo e all'alta vigilanza della Consob delle società di gestione dei fondi di investimento", nonché "di prevedere un trasferimento alla competenza del Ministro del tesoro delle funzioni e dei compiti in materia di vigilanza nel settore assicurativo attualmente esercitate dal Ministro dell'industria". In materia di tutela e promozione della concorrenza nel sistema finanziario, si è evidenziata l'opportunità (Messori, 1997; Cafagna e Sciolli, 1996) di sottrarre alla Banca d'Italia i poteri in tema di concorrenza sul settore bancario per concentrarli in capo all'Autorità garante della concorrenza e del mercato. Si registrano, inoltre, convinzioni secondo cui (Predieri, 1996; Giavazzi, 1997) i poteri di macrostabilità della Banca d'Italia sarebbero in contraddizione con quelli di microstabilità, così da ipotizzare che la vigilanza sugli intermediari sia svolta da un'Autorità distinta dalla Banca Centrale.

Tale riflessione si interseca, inoltre, in Italia, con il più ampio tema delle riforme istituzionali e costituzionali, nel quale un ruolo centrale potrebbe essere svolto dall'inserimento nella Costituzione di principi quali la tutela della concorrenza o la stabilità monetaria ovvero la "costituzionalizzazione" delle cosiddette Autorità indipendenti e, in particolare, della Banca d'Italia<sup>(9)</sup>. Parallelamente, si paventa il rischio di un'eccessiva proliferazione delle stesse<sup>(10)</sup>, mentre vi sono proposte<sup>(11)</sup> volte a uniformarne le caratteristiche, attraverso schemi di legge tesi a una loro tipizzazione e a un loro riordino.

Il dibattito in corso, riguardante aspetti molto eterogenei ancorché confluenti nella ridefinizione degli assetti della regolamentazione dei mercati finanziari, sollecita una riflessione ad ampio spettro sulle tematiche della vigilanza in ambito finanziario, con particolare riguardo agli assetti attuali e "futuribili" del nostro Paese.

Obiettivo del presente lavoro è quello di esaminare alcune ipotesi in tema di riorganizzazione degli assetti regolamentari e delle istituzioni di vigilanza sul mercato finanziario italiano alla luce dell'evoluzione del ruolo degli intermediari, dell'integrazione dei mercati e delle esperienze interne e internazionali in materia di regolamentazione.

---

(9) *La Commissione Bicamerale per le riforme istituzionali ha approvato un testo di riforma della Costituzione (in data 4 novembre 1997) che ha proposto un articolo specifico sulle Autorità di garanzia e uno sulla Banca d'Italia: in particolare, l'articolo 109 statuisce che "per l'esercizio di funzioni di garanzia o di vigilanza in materia di diritti e libertà garantiti dalla Costituzione la legge può istituire apposite Autorità. Il Senato della Repubblica elegge a maggioranza dei tre quinti dei suoi componenti i titolari delle Autorità di garanzia e vigilanza. La legge ne stabilisce la durata del mandato, i requisiti di eleggibilità e le condizioni di indipendenza. Le Autorità riferiscono alle Camere sui risultati dell'attività svolta". L'art. 110 stabilisce che "la Banca d'Italia svolge le sue funzioni in materia monetaria e di vigilanza sul sistema creditizio in condizioni di autonomia e indipendenza".*

(10) *Lo stesso Presidente della Repubblica ha recentemente rilevato, nel corso della presentazione della prima Relazione annuale del Garante per la Privacy, il pericolo di una eccessiva proliferazione di Autorità indipendenti.*

(11) *Franchini, 1996.*

Il lavoro si articola in una prima sezione di disamina degli obiettivi e dei modelli teorici della regolamentazione del sistema finanziario; segue una descrizione delle più recenti dinamiche evolutive che si stanno manifestando con riguardo ai soggetti, agli strumenti e ai mercati finanziari - bancari, mobiliari e assicurativi - con riferimento alla situazione italiana, della quale si illustrano alcuni elementi propri degli attuali assetti regolamentari.

Si giunge così all'ipotesi di una nuova configurazione dello schema di vigilanza sul mercato finanziario nazionale, attraverso l'assegnazione di obiettivi - "finalità" - diversi a diverse Autorità. L'attuale realtà del mercato italiano - suggellata anche dalle già ricordate recenti disposizioni normative in materia di attività di intermediazione<sup>(12)</sup> - sembra trovare particolare aderenza a forme regolamentari improntate all'approccio "per finalità".

Questa prospettiva attribuirebbe così il conseguimento dei tre obiettivi della vigilanza - stabilità, trasparenza e correttezza, concorrenza - a tre Autorità distinte, che vigilerebbero su tutto il mercato finanziario, prescindendo dalla natura soggettiva degli intermediari - siano essi bancari, mobiliari o assicurativi<sup>(13)</sup>. Lo schema ipotizzato innoverebbe gli attuali assetti attribuendo l'obiettivo della trasparenza sulle banche e della pubblicità ingannevole su prodotti finanziari ad un'unica Autorità; inoltre, si evidenzerebbe l'obiettivo della concorrenza (in particolare bancaria) quale finalità distinta ed esplicitamente perseguita e promossa dal regolamentatore; infine, si estenderebbero, per coerenza, anche alle assicurazioni vita le regole vigenti per le altre forme di intermediazione finanziaria<sup>(14)</sup>. I problemi di coordinamento tra le diverse Autorità sarebbero affrontati attraverso la costituzione di una "Commissione per la vigilanza sul sistema finanziario", seguendo l'orientamento che già fu proposto nel 1991 dalla Commissione Sarcinelli<sup>(15)</sup>. Nella parte finale del lavoro si delineano le principali caratteristiche funzionali delle tre Autorità in parola.

---

(12) *Si veda in particolare l'art. 21, comma 1, lett. c) e f) della legge Comunitaria 1994.*

(13) *Con riferimento alle assicurazioni vita.*

(14) *Ulteriori conseguenze del nuovo assetto delineato, che peraltro non saranno approfondite nel presente lavoro, sarebbero: l'assimilazione dei fondi pensione agli altri intermediari finanziari e il loro assoggettamento esclusivo alle regole e ai controlli delle tre Autorità; l'attribuzione, per coerenza di sistema, delle competenze in materia di pubblicità ingannevole con riferimento ai soggetti bancari, mobiliari e assicurativi all'organismo di vigilanza sulla trasparenza; la possibilità di attribuire all'Autorità per la stabilità la gestione di sistemi di garanzia che tutelino i risparmiatori rispetto a casi di insolvenza dei tipi di intermediari.*

(15) *Ministero del tesoro, 1991.*

## II. MODELLI DI REGOLAMENTAZIONE E DI VIGILANZA DEL MERCATO FINANZIARIO

### II.1 LA REGOLAMENTAZIONE DEL MERCATO FINANZIARIO

#### *Le ragioni: cenni*

Il fondamento teorico dell'intervento pubblico nell'economia si basa tradizionalmente sull'esigenza di rimediare a imperfezioni del mercato e a problemi distributivi delle risorse disponibili. Ne derivano tre più generali obiettivi dell'intervento pubblico: il perseguimento della stabilità, l'equità nella distribuzione delle risorse, l'efficienza nell'impiego delle medesime<sup>(16)</sup>.

La regolamentazione del sistema finanziario è un importante capitolo del più ampio tema del controllo pubblico dell'economia. L'accumulazione del capitale e l'allocazione delle risorse finanziarie costituiscono un aspetto essenziale del processo di sviluppo economico di una nazione. Le specificità dell'intermediazione finanziaria e degli operatori che svolgono questa funzione giustificano l'esistenza di un sistema di controlli più ampio di quello che concerne altre forme di attività economica. A favore dell'opportunità di prevedere una regolamentazione più stringente per le banche e gli altri intermediari finanziari sono state apportate varie motivazioni teoriche, che hanno tratto fondamento da differenti filoni analitici, i quali trovano comune denominatore nella considerazione della presenza di particolari forme di *market failure* nel settore del credito e della finanza<sup>(17)</sup>.

L'eventuale intervento pubblico può essere minimale, corrispondendo così ad una estrema fiducia nell'ottimalità sociale del risultato del libero dispiegarsi delle forze di mercato<sup>(18)</sup> ovvero può prevedere che il legislatore fissi con estrema coerenza le norme di condotta a cui i soggetti devono attenersi, essendo il loro operare "non regolamentato" considerato incompatibile con la realizzazione di una finalità pubblica sovraordinata.

---

(16) *Si veda Padoa-Schioppa, 1997.*

(17) *White (1996) individua alcune categorie di "fallimenti del mercato" e le descrive con particolare riguardo ai mercati finanziari: i) situazioni di monopolio o oligopolio - market power - costituite a causa di fenomeni collusivi, concentrazioni, condizioni tecnologiche o regolamentazioni pubbliche; ii) economie di scala, come nel caso dei mercati dei capitali, dove vige una relazione inversa tra volume di transazioni e costi di transazione; iii) esternalità positive o negative, come nel caso del fallimento di una banca che incide in generale sul clima di fiducia dei risparmiatori nei confronti dell'intero sistema bancario; iv) asimmetrie informative, che tipicamente si rilevano tra emittenti e acquirenti di prodotti finanziari; v) incapacità da parte di alcuni soggetti a compiere azioni nel loro stesso interesse, come nel caso delle forme di risparmio "inconsapevole" presenti nei mercati finanziari.*

(18) *I sostenitori del "free banking" e più in generale del libero mercato finanziario muovono da una valutazione "ottimistica" della capacità del mercato stesso di realizzare la combinazione ottimale efficienza/stabilità e da considerazioni di converso "pessimistiche" sui costi diretti e indiretti dei controlli (che sarebbero superiori ai vantaggi e comporterebbero fenomeni di moral hazard e di adverse selection a favore di istituzioni più rischiose e meno efficienti) (per esempio si vedano Gorton, 1985; Goodhart, 1985).*

Tra i due estremi illustrati si annovera, nella prassi, una serie di esperienze che hanno come riferimento i sistemi finanziari di luoghi ed epoche diverse: dai noti casi di *free banking* della Scozia del Settecento e degli Stati Uniti dell'Ottocento ai fenomeni di autoregolamentazione delle *SROs - Self Regulatory Organisations* - inglesi<sup>(19)</sup> fino alla fissazione di "norme quadro" da parte del legislatore ovvero di regolamenti vincolanti di azione e di condotta per specifiche attività.

In questo lavoro si accolgono le ragioni che giustificano l'esistenza di un assetto di regolamentazione e di intervento pubblico nel sistema finanziario. Si assume inoltre che le Autorità preposte alla regolamentazione del mercato finanziario intervengano in questo ambito con una pluralità di obiettivi, che vanno da quelli di tipo più macroeconomico/strutturale, quali la stabilità dell'intero sistema o in particolare l'idoneità del sistema finanziario stesso a trasmettere scelte di politica economica, a quelli di rilievo microeconomico, quali l'efficienza operativa dei soggetti operanti nel mercato e la tutela del risparmio, attraverso misure volte a garantire la stabilità e il corretto comportamento degli intermediari finanziari e la competizione tra gli stessi.

In questa sede non ci si occuperà degli obiettivi di tipo macroeconomico relativi al controllo della moneta, dei tassi di interesse, dei tassi di cambio e della trasmissione degli impulsi di politica monetaria<sup>(20)</sup>. Si tratteranno invece gli obiettivi inerenti i possibili assetti regolamentari e di vigilanza sul sistema finanziario: la stabilità delle condizioni gestionali degli intermediari; la trasparenza del mercato e degli intermediari finanziari; le condizioni di efficienza con le quali tanto i singoli intermediari quanto il sistema nel suo complesso assolvono alle loro funzioni<sup>(21)</sup>.

#### *Gli obiettivi della regolamentazione del mercato finanziario*

A titolo di premessa, occorre evidenziare come la definizione di mercato finanziario abbia tradizionalmente compreso i segmenti bancario, mobiliare e assicurativo, a motivo della differente natura e della tripartizione degli intermediari finanziari e degli strumenti da essi emessi (Zadra,

---

(19) *Ci si riferisce alla statuizione di regole da parte di organi costituiti a seguito della libera associazione o contrattazione dei singoli individui a fronte di una attività di vigilanza comunque esercitata da Autorità esterne.*

(20) *E' questo il tema del central banking, su cui la letteratura è vasta e articolata, sia dal punto di vista teorico (Goodhart, 1987; Cukierman, 1994), sia con riguardo in specifico al caso italiano (ad esempio, Cotula, 1989; Fazio, 1996). Una delle principali controversie sul ruolo delle banche centrali si riferisce alla separazione istituzionale fra agenzie con competenze di vigilanza sul sistema creditizio e organismi con funzioni di politica monetaria. Questa tematica è oggetto di un recentissimo dibattito nel nostro Paese, che vede scontrarsi posizioni e considerazioni diverse in merito all'opportunità di separare le funzioni di vigilanza e di politica monetaria, attualmente esercitate dalla Banca d'Italia (Giavazzi, 1997; Nardozi, 1997). Ha costituito, in particolare, elemento di riflessione la riforma del governo laburista inglese che ha sottratto alla Banca Centrale le funzioni di controllo sugli intermediari finanziari, che sono passate sotto la supervisione del FSA - Financial Service Authority (nel quale è confluita la Sib - Securities and Investment Board - e la direzione competente per le assicurazioni del DTI - Department of Trade and Industry), insieme con quelle delle pre-esistenti SROs. Non è nostra intenzione sviluppare tali tematiche in questo lavoro, che tra l'altro comporterebbero anche la valutazione degli effetti dei futuri assetti regolamentari riguardanti ruoli e rapporti tra organismi di politica monetaria europei e Autorità nazionali.*

(21) *Per una rassegna sull'argomento, si veda Bruni, 1993.*

1995). I confini tra istituzioni, strumenti e mercati si presentavano molto netti, tanto che ulteriori distinzioni venivano delineate all'interno delle diverse classi di intermediari (specializzazione per scadenze - breve o medio/lungo termine - e funzionale - commerciali, di deposito o di investimento - per le banche; attività di negoziazione, gestione, consulenza ovvero *broker-dealer* per gli intermediari mobiliari; rami danni e vita per le assicurazioni). In questo lavoro, considerando che, come si mostrerà in seguito, i "confini tra i vari tipi di istituzioni finanziarie stanno diventando sempre più incerti" (Corrigan, 1988), ci riferiamo al mercato finanziario quale spazio economico in cui operatori di diversa natura - banche, società di intermediazione mobiliare, organismi di investimento collettivo del risparmio (di seguito Oicr), compagnie di assicurazione vita, fondi pensione - offrono strumenti e servizi finanziari<sup>(22)</sup>.

Un primo obiettivo della regolamentazione in campo finanziario viene individuato nel perseguimento della stabilità macro e microeconomica. L'intermediazione finanziaria ha qualcosa di "intrinsecamente opaco", che rende possibili, da un lato, comportamenti di *moral hazard* e, dall'altro, segnali distorti che possono generare fenomeni di *adverse selection*, i quali mettono a rischio la solvibilità dell'intermediario. Da queste osservazioni discende innanzi tutto la *ratio* che giustifica la vigilanza sulle banche, considerate quali intermediari "speciali", nel senso che il loro passivo è per natura molto più liquido del loro attivo per la particolare combinazione tra attività di bilancio generalmente non negoziabili e passività monetarie. Una crisi di fiducia dei depositanti può precipitare in un *bank run*, anche se ingiustificato. L'interconnessione fra la solvibilità delle banche, dettata dall'incidenza dei depositi interbancari nel loro bilancio, dalle asimmetrie informative e dal fatto di essere accomunate da una "reputazione globale" che i depositanti attribuiscono al sistema, può far sì che un *bank run*, pur avviatosi nei confronti di singoli intermediari, comporti un "rischio di contagio", ampliandosi attraverso un "effetto domino" e mettendo in crisi l'intero sistema bancario.

Questo quadro di fragilità rende sostenibile l'opportunità di un intervento pubblico a tutela della stabilità del sistema, che si traduce nei macrocontrolli sui mercati finanziari (valute, tassi di

---

(22) *La nozione di strumenti finanziari a cui ci riferiamo va ricondotta, in prima approssimazione, ad una classificazione che comprende attività bancarie e finanziarie connesse all'intermediazione tradizionale (erogazione di prestiti, raccolta di risorse finanziarie a titolo di deposito, concessione di servizi di pagamento), le attività in titoli (emissione, trasferimento e gestione di valori mobiliari, ivi comprese le quote di Oicr), e alcune attività assicurative. Queste ultime presentano una connotazione particolare rispetto alle due precedenti, in quanto all'elemento finanziario associano, in genere, un elemento di natura probabilistico/attuariale, che è particolarmente rilevante per i rami danni. Nella nostra definizione di strumenti finanziari consideriamo i soli prodotti offerti dalle compagnie di assicurazione operanti nel ramo vita, escludendo pertanto l'attività, rispondente ad altre finalità e funzioni, propria dei rami danni (sulle assicurazioni vita come intermediari finanziari si tornerà nel capitolo 3). Con riguardo alla nozione di servizi finanziari, essa comprende le attività di intermediazione bancaria, mobiliare (inclusa la consulenza) e assicurativa (vita). Ci riferiamo pertanto a mercati fra loro non perfettamente omogenei, caratterizzati da prodotti differenziati che tuttavia presentano un elevato grado di sostituibilità (si pensi ad una polizza a capitalizzazione rispetto ad una gestione patrimoniale ovvero ad un portafoglio di fondi comuni di investimento), tali da consentire il configurarsi di una "contiguità orizzontale" tra i mercati stessi. In tal senso, quindi, consideriamo "come dati" i soli confini esterni del mercato finanziario, mentre al suo interno lo valutiamo come entità unica, risultante dagli intrecci di più segmenti di offerta.*

interesse, moneta, prodotti derivati) e sui sistemi di compensazione e di pagamento, anche attraverso lo strumento del credito di ultima istanza.

Le misure attinenti alla microstabilità degli intermediari si possono suddividere in due categorie: quelle più generali relative alla stabilità di tutte le imprese e attività imprenditoriali, quali i requisiti di capitale minimo, i limiti all'indebitamento, i requisiti di onorabilità, e così via; quelle più specifiche, dettate dalla particolare natura dell'attività di intermediazione finanziaria, che consistono in una maggiore coerenza delle precedenti e nella statuizione di ulteriori vincoli, quali il capitale ponderato per il rischio, i limiti agli investimenti di portafoglio, la regolamentazione delle attività fuori bilancio.

Per gli intermediari non bancari non vi è ovviamente pericolo di "fuga dai depositi": l'improvviso subentrare della sfiducia del mercato, peraltro, può squilibrarne l'operatività. Tuttavia, "poiché (...) è da evitare una regolamentazione legislativa eccessiva, intesa sia come moltiplicazione delle tipologie di intermediari, sia come strutturazione dei vincoli e dei controlli, restano da individuare criteri validi per decidere quando è opportuno regolamentare un intermediario finanziario non bancario e sottoporlo a vigilanza prudenziale (...). Si può far riferimento ai seguenti tre principi non mutualmente esclusivi: a) quando l'intermediario emette una passività che è un sostituto quasi perfetto della moneta bancaria o deposito; b) quando all'intermediario sia concesso di emettere passività oltre il limite del capitale, derogando alla norma generale che vuole le obbligazioni non superiori, in valore nominale, alle azioni; c) quando l'intermediario ha una rilevanza sociale particolare" (Sarcinelli, 1986).

Un secondo obiettivo della regolamentazione in campo finanziario viene individuato nella trasparenza del mercato e degli intermediari e nella tutela dell'investitore, e può correlarsi a quello più generale dell'equità nella distribuzione delle risorse del sistema stesso. Nell'ambito dei mercati finanziari, questo obiettivo si può tradurre nella ricerca di "un'equità nella distribuzione del bene informazione" tra gli operatori, ricollegandosi ad uno dei casi classici di fallimento del mercato, relativo alla presenza di asimmetrie informative<sup>(23)</sup>, che determinano la coesistenza di soggetti più informati e soggetti meno informati.

In tale ambito si inseriscono tipicamente le regole di trasparenza del mercato: a livello macro, rilevano le disposizioni che impongono parità di trattamento (ad esempio la disciplina per i *takeover* e le offerte pubbliche di vendita) e di corretta diffusione delle informazioni (*insider trading*,

---

(23) *E' interessante accennare alle nuove teorie dell'intermediazione finanziaria (Allen e Santomero, 1997) che sembrano voler superare anche quelle basate sull'informazione: infatti l'osservazione della realtà mostra come, nonostante i costi di transazione e le informazioni asimmetriche siano fortemente diminuiti, l'attività di intermediazione sia notevolmente aumentata. I mercati finanziari sembrano essere sempre più mercati di intermediari e meno mercati di risparmiatori o di imprese. La natura di tutti gli intermediari finanziari (non solo le banche, ma anche Oicr, intermediari mobiliari, società finanziarie, fondi pensione) sembra essere quella di operatori che svolgono attività di risk management per conto di soggetti terzi e ne diminuiscono i "costi di partecipazione" al mercato finanziario: questi due aspetti non sono ancora stati oggetto di approfondita analisi da parte della teoria dell'intermediazione. Queste stesse due motivazioni contribuirebbero a costruire relazioni di lungo periodo tra intermediari e clienti in modo che questi ultimi evitino di sopportare costi di ricerca ex ante ricorrendo all'assicurazione implicita fornita loro dagli intermediari (Allen e Gale, 1997).*

manipolazione e, più in generale, le norme che sovrintendono alla microstruttura dei mercati, finalizzate a efficienti meccanismi di formazione dei prezzi delle attività finanziarie); a livello micro, si individuano regole di non discriminazione nei rapporti tra intermediari e diversi clienti (norme di trasparenza e di correttezza dei comportamenti<sup>(24)</sup>).

Il terzo obiettivo della regolamentazione del mercato finanziario, che può essere ricondotto all'obiettivo più generale dell'efficienza, è costituito dalla tutela e promozione della concorrenza nel settore dell'intermediazione finanziaria, attraverso regole di controllo sulla struttura della concorrenza nei mercati e, a livello di impresa, attraverso norme in materia di concentrazioni, intese e posizioni dominanti.

Una motivazione spesso addotta per sostenere controlli specifici sull'intermediazione finanziaria riguarda le forme che la concorrenza può assumere proprio in tale campo, sia in termini di promozione della concorrenza, sia in termini di limitazione ai possibili eccessi destabilizzanti generati dalla stessa. Con riferimento alla tutela della concorrenza, in particolare, va ricordato che la Commissione europea ha più volte ribadito l'applicabilità ai mercati finanziari delle norme generali sulla concorrenza, e la Corte di Giustizia ha confermato tale orientamento<sup>(25)</sup>. Per quanto riguarda la promozione della concorrenza, tra le forze fondamentali nell'evoluzione della normativa dei Paesi europei si possono annoverare le direttive di coordinamento in materia di intermediazione bancaria, la direttiva CAD e la direttiva Eurosim.

## II.2 I MODELLI DI VIGILANZA SUL MERCATO FINANZIARIO

L'analisi dei modelli o "approcci" alla regolamentazione e alla vigilanza sul mercato finanziario non sembra trovare una trattazione univoca, né nella teoria, né tanto meno nella prassi. Anche a livello di definizione e classificazione delle tecniche e dei modelli di regolamentazione, si ravvisano significative diversità tra gli schemi analizzati.

Senza pretese di esaustività, si possano distinguere almeno cinque approcci alla 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".

La vigilanza istituzionale, la vigilanza per finalità, la vigilanza per attività e la vigilanza accentrata costituiscono modelli che - come si vedrà tra breve - hanno già trovato applicazione nella disciplina e nella prassi regolamentare dei Paesi avanzati. L'approccio "funzionale" rappresenta invece una prospettiva relativamente nuova e teorica, che al momento attuale non ha ancora avuto una organica attuazione, pur già costituendo un riferimento nelle sedi regolamentari.

---

(24) *In particolare, tali regole impongono agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati. Gli intermediari devono inoltre acquisire tutte le informazioni sulla situazione economico-patrimoniale del cliente; devono inoltre organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto agire in modo da assicurare ai clienti trasparenza ed equo trattamento (Pagnoni e Piatti, 1997).*

(25) *Zuechner v. Bayerische Vereinsbank AG, sentenza del 14 luglio 1981.*

*La vigilanza istituzionale*

Secondo il più tradizionale “approccio istituzionale” (anche denominato “sezionale” o “per soggetti” o “per mercati”<sup>(26)</sup>), la vigilanza viene esercitata su ciascuna categoria di operatori finanziari ovvero su ciascun mercato, e affidata ad un distinto organo per l’intero complesso delle attività. In sostanza, in questo modello, seguendo la tradizionale definizione di sistema finanziario e la sua segmentazione in tre mercati, si hanno tre Autorità di supervisione, a presidio rispettivamente delle banche, degli intermediari mobiliari e degli Oicr, e delle assicurazioni ovvero di ciascuno dei tre corrispondenti mercati. Le Autorità controllano per competenza gli intermediari e i mercati attraverso meccanismi di selezione all’entrata (ad esempio, autorizzazione e iscrizione agli albi), monitoraggio costante dell’attività (controlli, ispezioni e sanzioni), eventuali uscite dal mercato (sospensioni e cancellazioni)<sup>(27)</sup>.

Per le sue caratteristiche, la regolamentazione istituzionale facilita il concreto esercizio dei controlli, essendo essi svolti nei confronti di un soggetto regolato in ogni suo aspetto e non già nei confronti del medesimo solo per ciò che attiene allo svolgimento di una data attività ovvero nel rispetto di obiettivi diversi. Ogni intermediario ha come controparte una sola Autorità di vigilanza, che a sua volta può godere di elevate economie di specializzazione. Il risultato è che non si creano duplicazioni nei controlli e i costi della regolamentazione possono risultare particolarmente ridotti (Padoa-Schioppa, 1988; Banca d’Italia, 1989). L’approccio istituzionale sembra essere particolarmente efficace nei casi di intermediari ad oggetto esclusivo, ai quali sia riservato l’esercizio di una sola delle tre macroattività di intermediazione finanziaria.

Di converso, il modello istituzionale può determinare - soprattutto in presenza di più soggetti abilitati a svolgere le stesse attività di intermediazione finanziaria<sup>(28)</sup> - distorsioni nell’attività di vigilanza dettate dall’applicazione di disposizioni differenti per operazioni della stessa natura eseguite da soggetti diversi. I decisivi svantaggi di tale approccio sono infatti rappresentati dalla tendenza, già richiamata, alla “multisetorialità” e alla progressiva despecializzazione degli intermediari, a loro volta connesse alla crescente integrazione dei mercati e degli strumenti e spesso portanti alla costituzione di grandi gruppi finanziari conglomerati. Soprattutto in un contesto in cui i confini tra le varie istituzioni si vanno erodendo in maniera progressiva, non è più definibile con certezza se un particolare soggetto sia una banca o un intermediario non bancario ovvero un’impresa di assicurazioni o se un gruppo sia in maniera prevalente appartenente all’una o all’altra di queste tipologie. Esiste, quindi, il rischio che si creino sistemi “paralleli” di intermediari, resi tali dalle diversità delle rispettive Autorità di controllo (e conseguenti fenomeni di “arbitraggio” nella

---

(26) *Il modello si richiama propriamente alle “istituzioni” e l’assetto regolamentare che sottende può riferirsi ai soggetti ovvero ai mercati finanziari, nella loro tradizionale tripartizione.*

(27) *Un esempio di approccio istituzionale in Italia è rappresentato dal sistema di regolamentazione previsto per il mercato e gli intermediari assicurativi, di competenza quasi esclusiva dell’Isvap (tema su cui si tornerà nel capitolo 3).*

(28) *Si pensi all’attività di negoziazione in borsa svolta sia da banche che da intermediari mobiliari ovvero alla raccolta di risparmio realizzata dalle compagnie di assicurazione vita, assimilabile in parte a quella effettuata dagli Oicr.*

scelta della forma giuridica da parte degli intermediari in dipendenza delle diverse norme disciplinanti diversi soggetti<sup>(29)</sup>, e che l'assetto dei controlli divenga destabilizzante, anziché stabilizzante (Padoa-Schioppa, 1988).

Un altro svantaggio dell'approccio istituzionale potrebbe discendere dalla circostanza per cui il classico problema di "cattura" dell'agenzia di regolamentazione da parte del soggetto regolato si acuirebbe, in quanto la frantumazione delle Autorità di vigilanza, ognuna competente per soggetto o mercato, "(...) finisce poi con il trasformarle senza volerlo in espressione degli stessi interessi particolari del settore rappresentato, quasi organi corporativi del settore, a difesa di ciascun mercato" (Visentini, 1989).

Un ulteriore possibile elemento di debolezza di tale modello potrebbe ravvisarsi nel fatto che, qualora una sola Autorità che vigili su una categoria di soggetti debba perseguire più obiettivi, il risultato dell'attività di controllo potrebbe non essere efficace nel momento in cui alcuni obiettivi risultino tra loro confliggenti<sup>(30)</sup>.

#### *La vigilanza per finalità*

Il modello della vigilanza "per finalità" rappresenta un secondo approccio già esplicitamente richiamato nella disciplina e nella prassi regolamentare<sup>(31)</sup>. Esso postula che gli intermediari ovvero i mercati siano sottoposti al controllo di più Autorità, ognuna competente con riferimento a ciascun obiettivo della regolamentazione. In sostanza, ogni Autorità dovrebbe presidiare un obiettivo, prescindendo sia dalla forma giuridica degli intermediari finanziari, sia dalle funzioni o attività da essi svolte. Esteso al mercato finanziario, nella nozione da noi assunta, questo schema prevedrebbe una Autorità che vigili sulle condizioni di stabilità del mercato e di ciascun intermediario, sia esso bancario, mobiliare o assicurativo; una Autorità per la trasparenza del mercato finanziario, che dovrebbe controllare i comportamenti di banche, intermediari mobiliari e assicurazioni nei confronti dei clienti e svolgere le medesime funzioni nei confronti del mercato; una terza Autorità a garanzia e tutela della concorrenza su tutto il mercato finanziario e tra gli intermediari<sup>(32)</sup>.

Il fondamentale vantaggio di questo schema risiede nel fatto che, in un contesto di mercati fortemente integrati, con la presenza di operatori polifunzionali e di gruppi conglomerati e

---

(29) *Si pensi al fenomeno italiano delle Sim che si stanno giuridicamente trasformando in banche, pur svolgendo sostanzialmente le stesse attività di intermediazione.*

(30) *Il caso più classico è quello del trade-off tra stabilità e concorrenza.*

(31) *La vigilanza per finalità viene talvolta impropriamente denominata "vigilanza funzionale", con riguardo agli obiettivi/funzioni della regolamentazione, non dei soggetti regolamentati; non va quindi confusa con quella "funzionale", di seguito illustrata.*

(32) *Nell'ordinamento italiano, la vigilanza per finalità ha trovato applicazione, almeno nominalisticamente, nel Testo unico della finanza, in cui si prevede, con riferimento agli intermediari, che l'Autorità competente in materia di contenimento del rischio e stabilità patrimoniale sia la Banca d'Italia, mentre la Consob è competente in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti. Su questo tema si rinvia alla trattazione del capitolo 3.*

multisetoriali, esso può risultare particolarmente efficace, senza richiedere una proliferazione eccessiva di organismi di controllo, pur a fronte di una tripartizione atta a ridurre drasticamente i problemi di “cattura”. Soprattutto, è garantita una regolamentazione omogenea per soggetti diversi che svolgono la medesima attività.

Rispetto allo schema “istituzionale”, tale modello può peraltro produrre un certo grado di moltiplicazione nei controlli ovvero di assenza dei medesimi. Infatti, l’assegnazione concreta di competenze rispetto agli obiettivi di regolamentazione non è necessariamente univoca e onnicomprensiva<sup>(33)</sup>. Più in generale, lo schema della regolamentazione per finalità fa sì che la normativa possa essere contenuta in “statuti” separati, ognuno emanato da differenti Autorità nazionali; possono pertanto aumentare i costi per i soggetti vigilati e per la collettività, in ragione dell’esistenza di più Autorità; gli intermediari, in tal caso, potrebbero essere tenuti a indirizzare a ciascuna Autorità diversi rendiconti di vigilanza, spesso contenenti informazioni identiche o simili; in uno stesso momento, inoltre, l’intermediario potrebbe essere sottoposto ad accertamenti amministrativi (ad esempio ispezioni) da parte delle diverse Autorità o rispondere della legittimità di un proprio atto contemporaneamente nei confronti delle Autorità stesse, sia pure per motivi diversi.

Viceversa, potrebbero presentarsi carenze di controlli, ove non siano chiaramente identificabili le concrete aree di responsabilità delle diverse Autorità in casi specifici.

#### *La vigilanza per attività*

Il terzo modello di regolamentazione, la cosiddetta “vigilanza per attività”<sup>(34)</sup>, presuppone che alle diverse attività di intermediazione esercitate dagli operatori corrispondano altrettante forme di supervisione. Ciascun tipo di servizio finanziario è quindi soggetto a controlli di una determinata Autorità, indipendentemente dall’operatore che lo offre (Banca d’Italia, 1989)<sup>(35)</sup>.

Il maggior pregio di questo approccio (similmente a quello per finalità) è quello di sottoporre a regole uniformi intermediari che, pur se diversi giuridicamente, svolgono la medesima attività di intermediazione finanziaria. Ad esempio, le attività di gestione di portafogli, raccolta di depositi, operazioni di prestito, raccolta di risparmio a fini assicurativo/previdenziali e così via sono sottoposte ciascuna a norme omogenee stabilite da singole Autorità, che vigilano sull’attività di loro esclusiva competenza, prescindendo dal soggetto che la svolge. In tal modo si favoriscono anche economie di specializzazione in capo alle Autorità di vigilanza.

---

(33) *Si pensi al caso delle norme prudenziali, che possono afferire alla stabilità ovvero alla correttezza dei comportamenti, risultandone di conseguenza incerta l’attribuzione ad una sola Autorità.*

(34) *Talvolta anche denominata vigilanza “per funzioni”. Come si vedrà, essa si distingue dall’“approccio funzionale”, di seguito illustrato.*

(35) *La vigilanza per attività coincide storicamente con quella istituzionale, in quanto, nel contesto di sistemi finanziari poco sviluppati, le attività da regolare corrispondono tipicamente ai tre tradizionali macrosettori (bancario, mobiliare, assicurativo).*

Sul piano generale, questo approccio potrebbe rappresentare un punto di arrivo piuttosto attraente per la regolamentazione di mercati finanziari integrati e evoluti, pur non essendo esente da problemi. Si tratta infatti di un modello che prevede il sovrapporsi di più organi di controllo sullo stesso soggetto, con il rischio, tra l'altro, di un eccessivo frazionamento di competenze fra agenzie di regolamentazione e l'assenza di una visione unitaria nella supervisione di operatori polifunzionali. Né viene meno il problema, già evidenziato, di possibile conflitto tra obiettivi regolamentari diversi.

Un ulteriore inconveniente spesso sottolineato dell'approccio per attività è che in ultima analisi ciò che può fallire non è l'attività, ma l'istituzione: soprattutto ove vi siano problemi rilevanti di stabilità - il caso dell'attività bancaria tradizionale -, sarebbe essenziale garantirne la tutela e il presidio con riguardo alle istituzioni e non con riferimento a singole operazioni (Padoa-Schioppa, 1988). In altri termini, nel contesto dell'approccio per attività, sarebbe necessario comunque prevedere un organismo che eserciti controlli sulla stabilità dei soggetti.

#### *La vigilanza funzionale*

Un quarto modello di regolamentazione del mercato finanziario è rappresentato dal cosiddetto approccio "funzionale". Si tratta, come si è già accennato, di uno schema più teorico che operativo, che trae spunto dalla "sedimentazione" di fasi successive dell'analisi del funzionamento e della dinamica dei sistemi finanziari, con particolare riferimento a schemi interpretativi riconducibili alla presenza di asimmetrie informative, rapporti di agenzia, interdipendenze strategiche tra mercati, intermediari, strumenti. Esso considera come "date" le funzioni economiche proprie dei sistemi finanziari; a differenza delle altre prospettive sull'attività di vigilanza, tale approccio non postula che le istituzioni esistenti, siano esse operative<sup>(36)</sup> o di regolamentazione<sup>(37)</sup>, debbano necessariamente continuare ad esistere come tali, sia a livello di struttura che di ruolo. Le "funzioni" sarebbero infatti più stabili delle stesse istituzioni che le esercitano; inoltre la concorrenza tra sistemi finanziari spingerebbe le esistenti istituzioni ad evolvere in una prospettiva dinamica verso forme più efficienti, anche nei loro effetti sul sistema finanziario in aggregato.

L'approccio funzionale è stato tradizionalmente richiamato per ripartire la vigilanza per competenza sulle attività bancarie, mobiliari e assicurative, in tal modo coincidendo con l'approccio per attività, a motivo del fatto che le singole attività di intermediazione finanziaria corrisponderebbero, in tale contesto, alle funzioni proprie del sistema finanziario<sup>(38)</sup>. Nel recente scenario di progressiva integrazione, globalizzazione e sofisticazione dei mercati, degli intermediari e degli strumenti finanziari, le tradizionali funzioni sono state trasposte su un piano più aggregato e dinamico e il loro contenuto economico è stato notevolmente ampliato. Secondo una ormai nota

---

(36) *Banche, Oicr, società di intermediazione, assicurazioni e altri intermediari finanziari.*

(37) *Organismi per il controllo della stabilità, organi di vigilanza sulla trasparenza, Autorità Antitrust e altre Autorità di vigilanza.*

(38) *Esso veniva per esempio proposto nei documenti di riforma della fine degli anni Ottanta, con riferimento ad un sistema finanziario ancora fortemente segmentato (Corrigan, 1988).*

tassonomia (Merton, 1992), l'approccio funzionale trova fondamento logico nelle sei funzioni che un sistema finanziario sarebbe chiamato a svolgere:

- fornire sistemi di compensazione e regolamento dei pagamenti;
- creare meccanismi che consentano la raccolta di risorse presso un gran numero di risparmiatori e realizzare *pooling* per finanziare grandi opere di investimento;
- effettuare trasferimenti intersettoriali, nel tempo come nello spazio, di risorse economiche e finanziarie;
- ridurre le variabili finanziarie di rischio e di incertezza, attraverso l'offerta di strumenti di copertura, diversificazione e assicurazione;
- diffondere informazioni sui prezzi dei prodotti finanziari al fine di incentivare il coordinamento delle scelte dei soggetti economici operanti nei vari settori dell'economia;
- ridurre i problemi di incentivo e i costi di agenzia derivanti dalla presenza di asimmetrie informative tra i partecipanti ai grossi contratti finanziari.

L'applicazione della prospettiva funzionale quale cornice per definire gli assetti di regolamentazione del mercato finanziario non è immediata, e anche sul piano teorico non ha ancora trovato una chiara definizione.

Un inconveniente spesso sottolineato dell'approccio funzionale (e comune alle critiche, già segnalate, all'approccio per attività) è che in ultima analisi ciò che può fallire non è l'attività, ma l'istituzione: soprattutto ove vi siano problemi rilevanti di stabilità, sarebbe essenziale garantirne la tutela con riguardo alle istituzioni e non con riferimento alle funzioni economiche svolte.

E' stato evidenziato come anche il più diretto utilizzo dell'approccio funzionale quale schema di analisi del sistema finanziario italiano condurrebbe a risultati non soddisfacenti: "delle sei funzioni, verosimilmente solo le prime tre trovano adeguato sviluppo allo stato attuale. (...) Scendendo più in basso nella tassonomia delle funzioni, appare evidente come le aree di maggiore ritardo accusate dal nostro sistema siano individuabili nel controllo dei rischi, nella trasparenza dell'informazione rilevante per le scelte di risparmio e di investimento o, quantomeno, nella disponibilità di coerenti meccanismi di riduzione delle asimmetrie informative" (Sarcinelli, 1996, con riferimento all'Italia). Questo approccio presenta, inoltre, l'inconveniente di enucleare distinte funzioni che spesso sono, però, attribuibili ad uno stesso intermediario.

Una possibile e più concreta applicazione di un modello di vigilanza funzionale potrebbe fondarsi sulla classificazione delle istituzioni e dei servizi finanziari proposta da Oldfield e Santomero (1997). Secondo i due autori, le istituzioni finanziarie includono *depositories* (banche), assicurazioni, *investment companies* (fondi aperti e chiusi, altri organismi di investimento collettivo), fondi pensione, *origination firms* (imprese di investimento, istituti di credito, *broker* assicurativi e promotori finanziari), *market-makers* (*specialist, dealers* e compagnie di riassicurazione), le borse (*cash* e derivati), *clearing houses*, altri operatori finanziari. I servizi forniti da queste istituzioni finanziarie possono essere classificati in sei distinte attività: *origination* (identificazione, valutazione e creazione di attività finanziarie emesse dai clienti dell'istituzione), *distribution* (raccolta di fondi attraverso la vendita di nuovi prodotti finanziari), *servicing* (gestione dei flussi di pagamento dagli emittenti ai detentori di attività finanziarie), *packaging* (*pooling* e trasformazione di attività finanziarie in rispondenza di esigenze specifiche dei clienti, attraverso una maggiore personalizzazione dei prodotti e dei servizi offerti), *intermediating* (emissione di attività

finanziarie e contemporaneo riacquisto in proprio di differenti attività finanziarie da parte di uno stesso intermediario), *market making* (acquisto e vendita di attività finanziarie). In una prospettiva regolamentare, questa tassonomia potrebbe condurre a un assetto in cui ad ogni attività corrisponda una diversa Autorità di vigilanza.

#### *La vigilanza “accentrata”*

Il modello di vigilanza accentrata si fonda su un’unica Autorità di controllo, eventualmente distinta dalla Banca Centrale, che ha competenza su tutti i mercati e su tutti gli intermediari, indipendentemente dalla loro natura bancaria, mobiliare o assicurativa, e con riguardo ai diversi obiettivi della regolamentazione (stabilità, trasparenza, concorrenza).

Nella prassi regolamentare, il modello della vigilanza accentrata ha caratterizzato tipicamente la fase più embrionale dei sistemi finanziari, quando la Banca Centrale era l’unico organismo che sovrintendeva l’attività di intermediari per lo più creditizi. Recentemente, a fronte della più volte evidenziata globalizzazione e integrazione dei mercati e degli intermediari finanziari, tale modello è stato realizzato nel sistema inglese, attraverso la costituzione dell’FSA. La scelta dell’esecutivo britannico di far convergere in quest’ultima struttura le pre-esistenti Autorità di vigilanza - la Banca Centrale, il Sib, la Direzione del DTI competente in campo assicurativo e tutte le SROs - è da ricondursi ad un’esigenza di maggiore efficienza nell’organizzazione dell’attività di regolamentazione, ad una riduzione dei costi della stessa, ma anche di una sua maggiore efficacia e semplificazione, nonché di una totale responsabilizzazione di un unico soggetto di fronte al Parlamento e al mercato<sup>(39)</sup> e di “pubblicizzazione” delle agenzie di autoregolamentazione.

I vantaggi di tale approccio sono pienamente apprezzabili nel momento in cui l’organizzazione interna dell’unico regolatore consente di sfruttare le economie di scala e di differenziazione che si vengono a produrre con questo modello: si pensi alla riduzione di costi fissi quali spese logistiche, oneri del personale amministrativo, compensi degli organi di vertice e alla maggiore efficacia di una visione unitaria in particolare su organismi polifunzionali e su gruppi conglomerati. Parimenti, anche i costi della vigilanza gravanti sui soggetti regolati e/o sulla collettività tenderebbero a ridursi.

Per ciò che riguarda i fenomeni di “cattura”, la presenza di un solo regolatore potrebbe da un lato ridurre la probabilità, a fronte della elevata e onnicomprensiva legittimazione di cui godrebbe l’Autorità di vigilanza. Di converso, proprio l’esistenza di un unico organismo di controllo potrebbe rendere più immediati e diretti i rapporti collusivi, che avrebbero un solo interlocutore dalla parte del vigilato.

Come già evidenziato, la validità del modello del regolatore unico dipende sensibilmente dall’organizzazione interna del medesimo: le numerose aree di competenza e di specializzazione, se non poggiano su un impianto strutturato e coordinato, rischiano infatti di accrescere l’apparato

---

(39) *E’ interessante rilevare come i costi dell’FSA saranno finanziati direttamente dal mercato (e non graveranno pertanto sul bilancio pubblico), attraverso un sistema di contributi e esazioni a carico delle istituzioni vigilate.*

burocratico, rallentando il processo decisionale. Come sottolineato da Wilson (1989), ciò che rileva è una chiara definizione della “missione” dell’agenzia.

Inoltre, qualora l’Autorità accentrata sia diversa dalla Banca Centrale (come nel caso inglese), devono essere risolte ineludibili questioni di coordinamento tra l’attività di vigilanza e quella di rischio sistemico/*lender of last resort*.

Infine, la presenza di un solo regolatore potrebbe acuire l’insorgere di problemi di coerenza ove l’Autorità si trovi a dover perseguire obiettivi di vigilanza tra loro confliggenti. Tale problema potrebbe essere in parte superato attraverso un’organizzazione divisionale interna “per obiettivi”: in realtà, l’unicità dell’organo di vertice imporrebbe comunque il prevalere di un solo obiettivo quale risultato ultimo del processo decisionale.

### II.3 ESISTE UN MODELLO DI VIGILANZA OTTIMALE?

La presentazione, ancorché necessariamente sommaria, proposta in questo lavoro dei principali modelli di regolamentazione dei mercati finanziari non sembra far emergere, almeno “in astratto”, la decisiva superiorità di un assetto rispetto ad un altro. Nella realtà si evidenziano prevalentemente approcci “misti”, che riprendono, in modo eterogeneo, elementi propri di più modelli<sup>(40)</sup>.

Un tratto comune a molti dei modelli analizzati riguarda i possibili problemi che possono insorgere nel momento in cui l’attività di vigilanza sui mercati finanziari si trovi a perseguire, come è stato del resto evidenziato, più obiettivi tra loro non solo diversi, ma in qualche misura anche confliggenti. Questa circostanza ricorre soprattutto nella definizione e implementazione di breve periodo delle finalità della vigilanza.

Per esempio, nel settore creditizio esiste, come noto, un *trade-off* di tipo “congiunturale” fra concorrenza e stabilità - che, nel lungo termine, si sana nella positiva convergenza tra soggetti maggiormente competitivi, efficienti e quindi stabili. L’esigenza di tutelare la stabilità ha portato, soprattutto in momenti storici caratterizzati da tensioni economico-finanziarie, ad utilizzare strumenti di limitazione della concorrenza, quali barriere istituzionali all’entrata nei mercati

---

(40) *L’ordinamento italiano, come si vedrà nel capitolo 3, presenta alcuni esempi di approccio “misto”. Sul piano internazionale, si può richiamare il caso francese, all’interno del quale la legge di recepimento della direttiva Eurosim - Loi 96/697 - e la relativa normativa di attuazione hanno ripartito per finalità la regolamentazione e il controllo sulle attività di gestione patrimoniale, individuale e collettiva, da qualunque soggetto svolte. La competenza attribuita alla Cob - Commission des Opérations de bourse - riguarda, per ciò che concerne l’“attività”, il servizio di gestione patrimoniale e per ciò che concerne la “finalità”, la vigilanza sulla trasparenza e sui comportamenti. Segnatamente, l’art. 70 della citata legge stabilisce la giurisdizione assoluta della Cob nella fissazione delle regole di condotta cui devono sottostare i soggetti autorizzati alla prestazione dell’attività di gestione, individuale e collettiva, e le conferisce specifici poteri sanzionatori di tipo diretto su entrambe le categorie di soggetti (art. 71). Seguendo, invece, il più consolidato approccio per finalità, ai sensi dell’art. 54 la competenza di stabilità rimane - anche in materia di gestioni - in capo al Comité de réglementation bancaire et financière, ossia ad un organismo da ricomprendere nell’ambito del sistema di vigilanza della Banque de France.*

finanziari o forme di specializzazione operativa imposte per legge<sup>(41)</sup>. In sistemi finanziari dove la presenza delle banche è prevalente, ma la loro efficienza non è in grado di competere pienamente con quella vigente sui mercati internazionali, l'obiettivo della concorrenza viene più facilmente sacrificato a quello della stabilità macroeconomica. In tal modo, si tutela contestualmente la stabilità microeconomica degli intermediari, alterando il gioco della concorrenza attraverso tipiche misure di ostacolo alla libera uscita dal mercato.

Un altro caso è quello della possibile confliggenza tra obiettivi di stabilità e di trasparenza. Con riferimento al settore bancario, una scarsa trasparenza nell'attività di raccolta (ad esempio nell'emissione di obbligazioni<sup>(42)</sup>) potrebbe consentire l'applicazione di tassi inferiori a quelli di mercato. Tale comportamento potrebbe essere considerato funzionale al rafforzamento della stabilità patrimoniale delle banche, ma si traslerebbe in un danno diretto sugli investitori.

La risposta più immediata ai problemi sopra esposti consisterebbe nell'attribuire a Autorità diverse i diversi obiettivi di vigilanza.

Questa soluzione va peraltro inserita, come più volte evidenziato, nell'attuale contesto di elevata integrazione fra i vari segmenti del mercato finanziario. In tal senso, il modello istituzionale può considerarsi decisamente superato.

Il venir meno delle cosiddette "riserve di attività" e l'emergere di intermediari polifunzionali renderebbero particolarmente attraente il modello per attività, il quale tuttavia potrebbe generare un proliferare eccessivo di Autorità - con ciò aumentando i costi diretti e indiretti della regolazione<sup>(43)</sup> - e permanendo il problema della possibile insorgenza di conflitti tra obiettivi diversi perseguiti dalle medesime.

L'approccio funzionale (per "macrofunzioni"), per quanto particolarmente innovativo, presenta difficoltà di attuazione pratica nell'organizzazione e nella prassi regolamentare, rendendo allo stato attuale complesso esprimerne un giudizio in termini che non siano di pura astrazione. Il modello "accentrato", di converso, ripropone gli svantaggi che si determinano nel caso di obiettivi

---

(41) *A partire dagli anni Ottanta, tuttavia, si è venuto affermando un nuovo modello di intervento pubblico nei confronti del sistema finanziario, più incentrato su valori di mercato. In particolare, si sono utilizzate modalità "più dirette" di tutela della stabilità del sistema finanziario, attraverso gli strumenti di vigilanza prudenziale, anche a livello consolidato, che si prestano a essere strutturati in modo da non introdurre ostacoli artificiali all'entrata e distorsioni nel funzionamento di mercato.*

(42) *Si ricorda che le obbligazioni bancarie, nell'ordinamento italiano, sono esentate dall'applicazione della disciplina generale di trasparenza e di sollecitazione all'investimento (art. 100 del Testo unico della finanza). Un altro dato interessante che riguarda gli intermediari bancari risiede nell'eccezione alla regola generale per la quale i soggetti giuridici che svolgono attività di intermediazione mobiliare devono sottoporre il loro bilancio a revisione contabile (art. 9 del Testo unico della finanza).*

(43) *Su ambedue i fronti, la letteratura ad oggi disponibile non è vasta. Si richiama il contributo di Goodhart (1988). Si segnala inoltre un recente lavoro empirico di Franks, Schaefer e Staunton (1997) sui costi diretti e indiretti della regolamentazione dei mercati finanziari, che tra l'altro evidenzia l'assenza di ricerche sui benefici della medesima. Zadra (1997) segnala che l'onere del sistema bancario italiano per segnalazioni all'Autorità Centrale - Banca d'Italia, Centrale dei Rischi e Consob - è di circa 64 miliardi di lire, analogo a quello sopportato da altre banche europee.*

di vigilanza tra loro non compatibili, unitamente ai problemi di organizzazione sottolineati, che possono notevolmente ridurre le economie di scala e di diversificazione presenti in astratto in questo modello.

In una prospettiva concreta e tenuto conto delle evoluzioni, per il momento appena accennate, nella struttura dei sistemi finanziari, il modello per finalità sembrerebbe risultare il più opportuno da adottare per il sistema italiano. I descritti pregi di tipo teorico - ancorché esso non sia esente, come visto, da possibili deficienze -, potrebbero renderlo modello a cui tendere per la regolamentazione dei moderni sistemi finanziari.

Ai fini di questo lavoro, si cercherà di sostenere la validità della scelta del modello per finalità sulla base di alcuni elementi e variabili di struttura e di evoluzione propri del sistema finanziario italiano.

### III. IL PROCESSO DI INTEGRAZIONE DEGLI INTERMEDIARI, DEI MERCATI E DEGLI STRUMENTI FINANZIARI E GLI ASSETTI REGOLAMENTARI DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO

Le diverse opzioni teorico-organizzative sulla regolamentazione dei mercati finanziari, analizzate nel capitolo precedente, hanno evidenziato una superiorità del modello della vigilanza per finalità in presenza di alcune condizioni: in particolare, si è rilevata la crescente integrazione tra i segmenti bancario, mobiliare e assicurativo a livello di mercati, intermediari e strumenti, che sarà valutata, con riferimento al caso italiano, nella prima parte di questo capitolo. Inoltre, si analizzerà il ruolo delle assicurazioni vita al fine di evidenziare, per una parte della loro offerta, la naturale convergenza verso forme di intermediazione tipiche di soggetti bancari e mobiliari e, quindi, l'opportunità della loro sottoposizione alle medesime regole - ed Autorità di vigilanza - che vigono per gli altri intermediari.

Nella seconda parte di questo capitolo si mostrerà invece come la chiara identificazione delle finalità della regolamentazione, necessariamente prodromica all'opzione dell'attribuzione esclusiva della vigilanza sui tre obiettivi della regolamentazione a diverse Autorità in base al criterio delle finalità, sia già evidente nelle recenti scelte normative nazionali in tema di mercati finanziari. In questo contesto, si inserisce, ci sembra, l'attribuzione, a tre Autorità distinte, degli obiettivi di stabilità, trasparenza e concorrenza con riferimento all'intero sistema finanziario, che è la nostra proposta conclusiva, illustrata nel capitolo 4.

#### III.1 L'INTEGRAZIONE TRA INTERMEDIARI, MERCATI E STRUMENTI

Le demarcazioni tra attività bancaria, mobiliare e assicurativa sono in via di superamento, nei sistemi finanziari dei Paesi sviluppati, a motivo del processo di integrazione - sul piano tecnologico, geografico e funzionale - in atto tra i tre comparti del sistema e di despecializzazione degli intermediari. Sono infatti venute meno, sul piano sia normativo che operativo, alcune "riserve di attività" che tipizzavano gli operatori finanziari. La netta tripartizione del mercato finanziario

non considerava il fatto che la formazione e l'allocazione del risparmio tra settori in avanzo e settori in disavanzo fossero fenomeni fondamentalmente unitari: ne consegue, ora, l'opportunità di adottare una visione altrettanto unitaria del sistema di intermediazione dei flussi di risparmio e della sua regolamentazione.

I processi di integrazione interni al mercato finanziario italiano sono avvenuti tra soggetti, mercati e strumenti in modo piuttosto articolato.

A fini espositivi, si possono tripartire anche i segnali della progressiva integrazione, pur se alcuni di essi risultano trasversali tra le categorie evidenziate.

### *I soggetti*

Con riferimento ai soggetti, si sono accentuate le integrazioni proprietarie, realizzatesi principalmente attraverso cessioni di quote di capitale tra intermediari ovvero soggetti controllanti, controllati o collegati. Le cessioni sono avvenute con trattative dirette ovvero verso acquirenti indistinti attraverso la quotazione in Borsa: il peso del settore finanziario (bancario e assicurativo) sulla capitalizzazione della Borsa italiana è pari a circa un terzo e superiore a quello delle altre principali Borse europee (Carlini e Di Noia, 1997).

Nel 1997, in particolare, nel settore bancario, oltre a proseguire il processo di fusioni e acquisizioni all'interno dell'industria, vi sono state diverse incorporazioni di Sim. Inoltre, ben 80 Sim (il 38% del totale), con le quote maggiori di mercato<sup>(44)</sup>, sono comunque controllate da banche<sup>(45)</sup>, così come alcune compagnie di assicurazione (11%<sup>(46)</sup>); è anche cresciuto il peso delle assicurazioni nel capitale delle banche<sup>(47)</sup>. A tal proposito, è salita l'incidenza del canale bancario nella distribuzione di polizze del ramo vita: i premi raccolti per il tramite di sportelli bancari totalizzavano a fine 1997 un terzo del totale contro un quarto di fine 1996<sup>(48)</sup>. Le banche, attraverso l'offerta di servizi assicurativi, possono distribuire i propri costi fissi su un numero maggiore di transazioni, oltre a soddisfare una domanda integrata di servizi e strumenti finanziari da parte della clientela. Le stesse banche, infine, controllano il maggior numero di società di gestione di fondi

---

(44) *Le Sim bancarie hanno quote di mercato, sul totale delle Sim, pari al 72% dell'operatività in conto proprio e 69% in conto terzi e al 42% delle gestioni individuali (escludendo in quest'ultimo calcolo una Sim controllata da un'assicurazione, che gestisce quasi 38.000 miliardi di lire) (Banca d'Italia, 1998 - ove non diversamente indicata, la fonte dei dati riportati in questo capitolo è Banca d'Italia, 1998).*

(45) *Le assicurazioni controllano invece 18 Sim (9% del totale delle Sim).*

(46) *Dato all'1 gennaio 1998 (Isvap, 1998).*

(47) *Le assicurazioni italiane possiedono 50 partecipazioni in banche (di cui 1 in una banca estera): di queste, 2 sono di controllo e 1 è comunque superiore al 5% (Isvap, 1998).*

(48) *Inoltre, proseguono gli accordi commerciali tra banche e assicurazioni, con reciproco vantaggio: Banca d'Italia (1998) ricorda che, con riferimento ad un campione comprendente gli accordi stipulati da 200 banche e 59 compagnie di assicurazione del ramo vita, le tipologie di prodotti assicurativi collocati e l'ammontare di premi raccolto per il tramite di sportelli bancari sono raddoppiati rispetto all'anno precedente, raggiungendo rispettivamente le 215 tipologie e gli 11.600 miliardi.*

comuni operative (35 su 54), contribuendo comunque a distribuire in modo decisivo le quote di fondi presso i propri sportelli<sup>(49)</sup>; le banche hanno, infine, la maggiore quota di gestioni patrimoniali individuali<sup>(50)</sup>.

L'integrazione maggiore si è quindi avuta nel cosiddetto settore del risparmio gestito<sup>(51)</sup>. Tale integrazione si ravvisa in una maggiore omogeneizzazione del significato economico dell'attività di intermediazione finanziaria soprattutto dal lato della intermediazione del risparmio delle famiglie. L'evoluzione in atto sembra connotarsi per una tendenza da parte delle varie tipologie di intermediari, con caratteristiche istituzionali originariamente diverse, a convergere verso l'attività di "gestione del risparmio" (*asset management*)<sup>(52)</sup>. La crescita del risparmio gestito ha determinato una ricomposizione nel portafoglio delle famiglie e nel tipo di attività degli intermediari. Ad esempio, per le compagnie di assicurazione, anch'esse orientate, come vedremo successivamente, in misura crescente verso l'attività di risparmio gestito, i premi incassati nel ramo vita sono raddoppiati in quattro anni (da 18.625 miliardi nel 1994 a 36.875 nel 1997); le consistenze del portafoglio titoli hanno raggiunto 168.749 miliardi. Infine, per le Sim e le società fiduciarie, il patrimonio gestito è aumentato da 56.887 a 115.008 miliardi dal 1995 al 1997.

Un'ulteriore forma di integrazione tra soggetti è ravvisabile nella trasformazione della loro natura giuridica, pur continuando essi a svolgere in gran parte le stesse attività di intermediazione: ciò è avvenuto in particolare con riferimento a Sim, generalmente non di emanazione bancaria, che si sono trasformate giuridicamente in banche, seppur senza avere quale obiettivo prioritario la raccolta tramite depositi ovvero impieghi verso imprese. Le ragioni di questo "arbitraggio" tra forme giuridiche diverse sono molteplici, anche se ancora trascurate dagli osservatori e dai

---

(49) *Le 35 società di gestione controllate dalle banche hanno realizzato nel 1997 l'89% della raccolta netta e hanno raggiunto l'84% del patrimonio complessivo del sistema (79% a fine 1996).*

(50) *Le gestioni patrimoniali direttamente amministrate dalle banche sono aumentate, nel 1997, di 70.000 miliardi, arrivando ad un totale di patrimonio gestito pari a 260.000 miliardi. All'attività di gestione individuale di portafogli, al 31 dicembre 1997, risultavano autorizzate 113 Sim e 192 banche (Consob, 1998c).*

(51) *La consistenza della risorse gestite dagli investitori istituzionali è aumentata di oltre un terzo tra il 1996 e il 1997, superando il milione di miliardi; in rapporto al totale delle attività finanziarie lorde delle famiglie è passata dal 21,5 al 26,4%.*

(52) *Il processo produttivo può essere rappresentato da più fasi distinte, ma integrate. La prima è necessariamente la raccolta operata dai diversi intermediari. Segue l'attività di negoziazione che può, talvolta, anche concludere il processo produttivo, come nel caso del cosiddetto risparmio amministrato. La negoziazione può peraltro rappresentare una fase intermedia del processo produttivo, ove l'output è propriamente risparmio gestito. L'effetto della convergenza dalle attività tradizionali all'asset management ha come ulteriori riflessi, rispetto a quelli già evidenziati: una progressiva despecializzazione dei canali distributivi; l'ingresso - in parte già avvenuto - di imprese estere qualificate nell'asset management; l'uscita dal mercato degli operatori marginali o più deboli (a titolo di esempio, si consideri che le Sim, includendo le fiduciarie, si sono ridotte, tra il 1992 e il 1997, di 144 unità, con un tasso di turnover del 50; il numero degli intermediari negozianti in Italia è non solo in assoluto ragguardevole ma, soprattutto, la capitalizzazione media per intermediario - come anche il volume degli scambi - è notevolmente inferiore rispetto agli altri Paesi (Di Noia e Macchiati, 1996).*

regolamentatori: dall'accesso al credito di ultima istanza e al mercato interbancario dei depositi, all'eliminazione della dipendenza da soggetti esterni per la detenzione della liquidità della clientela, a motivi di immagine legati alla solidità bancaria (un "too bank to fail"<sup>(53)</sup>), a diverse modalità di gestione concreta delle crisi, a diversi costi regolamentari, a diverse Autorità di vigilanza con cui confrontarsi e così via. L'"opportunismo" giuridico mette naturalmente in crisi i modelli di vigilanza, di diritto o di fatto, per soggetti, perché la non neutralità di qualche forma giuridica rispetto ad un'altra può essere efficacemente superata solo con forme di vigilanza per finalità o per attività, in modo da sottoporre soggetti diversi che svolgono le stesse attività alle medesime regole (di stabilità, trasparenza e concorrenza).

### *I mercati*

Non vi è dubbio che una forte integrazione sia avvenuta tra i mercati bancario/assicurativo e quello mobiliare (in particolare regolamentato) in virtù dell'emissione e dell'eventuale quotazione in Borsa e nel mercato Ristretto, come già ricordato, di titoli rappresentativi del capitale sociale di banche e assicurazioni.

Molto significativa sul mercato mobiliare è anche, ad esempio, la presenza di titoli non azionari di emittenti bancari: in particolare obbligazioni. L'ammontare di obbligazioni bancarie presenti nel sistema finanziario nazionale, infatti, è sempre più rilevante. Lo *stock* di obbligazioni bancarie a fine 1997 era pari a 377.743 miliardi<sup>(54)</sup> con un incremento rispetto al 1995 di circa 97.000 miliardi, collocati quasi interamente nel portafoglio delle famiglie, che hanno dismesso un'equivalente quantità di titoli del settore pubblico<sup>(55)</sup>. Il peso delle obbligazioni sulla raccolta bancaria è consistente: se misurate in rapporto ai depositi in lire di residenti, le obbligazioni rappresentano il 43% a fine 1997. Le banche hanno una rete di distribuzione al dettaglio dedicata ai prodotti finanziari che consente una notevole capacità di classamento nei portafogli delle famiglie. Le obbligazioni bancarie, infatti, sono per il 68% possedute dalle famiglie che, invece, possiedono solo il 16% di quelle delle imprese<sup>(56)</sup>. Peraltro, soltanto una parte marginale delle obbligazioni emesse dalle banche, è quotata sul mercato regolamentato (Di Noia e Macchiati, 1996). Di tale scarso interesse è sintetico indicatore il rapporto tra obbligazioni bancarie quotate e lo stock di obbligazioni totali delle banche sceso dal 58,7% del 1974 al 10% del 1997 (Di Pasquali *et alii*, 1997).

---

(53) *Parafrasando il noto "too big to fail".*

(54) *Si noti che tale ammontare è pari a circa il 60% della capitalizzazione della Borsa azionaria.*

(55) *Il 91% delle obbligazioni è emesso da banche Spa e l'8% da banche popolari. Le obbligazioni non sono solo emesse dalle banche maggiori (32%) o grandi (29%), ma anche dalle medie (25%), piccole (11%) e minori (3%).*

(56) *Al contrario banche e assicurazioni possiedono circa il 20% delle obbligazioni bancarie e il 24% di quelle emesse da imprese.*

In sostanza, il mercato finanziario italiano è interessato dal singolare evento di una progressiva coincidenza tra emittenti e intermediari finanziari concentrati nelle assicurazioni e soprattutto nelle banche: in prospettiva, questo doppio ruolo è destinato a svilupparsi ulteriormente in quanto tali intermediari sono diventati, a seguito del processo di “privatizzazione” della Borsa e del MTS, anche proprietari e gestori dei mercati mobiliari regolamentati, trasformati in società per azioni. A tale proposito, un’integrazione tra mercati si potrebbe avere proprio tra mercati mobiliari diversi, che potrebbero giungere a integrazioni proprietarie sia orizzontali (tra società mercato anche estere) ovvero verticali (tra società mercato e società di servizi, inclusi quelli di compensazione e garanzia).

Infine, anche per il mercato italiano, “a conferma degli intrecci tra mercati e intermediari, i mercati Otc sono spesso emanazione, diretta o indiretta di istituzioni finanziarie bancarie o non bancarie” (Masera, 1997).

### *Gli strumenti*

L’integrazione tra strumenti è avvenuta similmente in modo articolato.

Da un lato, alcuni strumenti, pur conservando la loro identità giuridica, hanno rapidamente cambiato la loro funzione economica a causa di fattori esogeni - come quello fiscale o a motivo di diverse regolamentazioni rispetto a strumenti simili - ovvero endogeni - come il diverso comportamento dei soggetti cedenti o degli acquirenti: ci riferiamo in particolare alle polizze vita, di cui si tratterà nel successivo paragrafo, e ai certificati di deposito o alle obbligazioni bancarie a cui si è già accennato.

Dall’altro, si è avuta una combinazione di più strumenti finanziari diversi tra loro per offrire prodotti “sintetici” ovvero con un *packaging* diverso, e per contribuire a soddisfare preferenze diverse degli operatori, segmentando maggiormente la domanda: un esempio è rappresentato dai cosiddetti “conti-fondo”, ossia abbinamenti tra conto corrente bancario e fondo comune di investimento tali da consentire (dis)investimenti in quote di fondo comune in modo automatico, così da ottimizzare la gestione della liquidità; inoltre, ormai ogni fondo comune di investimento mobiliare, per proporsi anche come strumento previdenziale, offre in abbinamento, spesso gratuito, una polizza vita (o morte) assicurativa emessa da soggetti collegati. Lo stesso avviene in abbinamento a conti di deposito bancari. Un esempio più articolato è quello della combinazione tra gestioni patrimoniali e mutui bancari emessi dalla stessa banca, offerti a tassi più vantaggiosi in presenza del contratto di gestione.

### *Le assicurazioni vita*

Nel settore assicurativo del ramo vita sono sempre più numerose e diffuse le prestazioni che esaltano il ruolo delle imprese di assicurazione come intermediari finanziari. Il settore delle polizze vita, infatti, “gestendo il risparmio a lungo termine, ha in sé una forte carica competitiva con i settori concorrenti che intermediano il risparmio, in quanto può dare un notevole contributo anche alle dinamiche innovative degli stessi strumenti finanziari” (Ministero dell’industria, 1997).

Il ramo vita, dopo un lungo periodo di stasi dettato dagli alti tassi di inflazione e dalla buona tutela offerta della previdenza obbligatoria, ha fatto registrare uno sviluppo davvero rilevante negli ultimi anni e il portafoglio di offerta delle compagnie si è differenziato anche attraverso la

predisposizione di nuovi prodotti “misti”, assicurativo/finanziari: si pensi alle polizze indicizzate con premi e prestazioni agganciate al tasso di inflazione, alle polizze rivalutabili con premi e prestazioni collegate al rendimento della riserva matematica, alle polizze legate a un fondo mobiliare costituito dall’assicuratore all’interno del patrimonio di impresa ovvero a quelle collegate a quote di fondi comuni mobiliari.

In particolare, i 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 (cosiddette polizze *unit-linked* o *index-linked*) hanno avuto una notevole espansione. Sul mercato si stanno infatti diffondendo prodotti offerti dalle compagnie di assicurazione che si sostanziano in polizze a premio unico, versato in sede di sottoscrizione del contratto; alla scadenza del medesimo si riceve il capitale iniziale con un rendimento pari al massimo tra un rendimento minimo (che assimilerebbe la polizza a uno *zero coupon*) e l’andamento di un indice di borsa (che assimilerebbe la polizza ad un *future* sull’indice)<sup>(57)</sup>: la struttura di questo tipo di prodotto è identica a quelle di emissioni obbligazionarie recentemente offerte da banche. La differenza risiede nella modalità di pagamento con il quale si versa un premio annuo che, detratte le tasse, le spese di emissione e i “caricamenti” costituisce il “capitale iniziale”<sup>(58)</sup> e nei vantaggi tipici delle polizze assicurative vita: inalienabilità e impignorabilità del capitale e, in caso di morte dell’assicurato, liquidazione del capitale investito rivalutato. La vera componente assicurativa, in realtà, - quella “morte”- è anche ormai tipica di molti prodotti finanziari quali i depositi bancari e i fondi comuni di investimento che offrono polizze assicurative ai risparmiatori sottoscritte presso compagnie di assicurazione<sup>(59)</sup>. Altri prodotti offerti da compagnie di assicurazione presentano strutture puramente finanziarie, prive di contenuto assicurativo: non viene offerto né un rendimento minimo, né il consolidamento delle prestazioni; la durata del contratto è compresa in un arco temporale di medio termine (5-10 anni); l’importo minimo è superiore ai 5 milioni; il periodo di sottoscrizione è limitato nel tempo.

Ove una compagnia di assicurazione offra i prodotti poc’anzi citati, essa rientra a pieno titolo nella categoria dei soggetti che esercitano attività di intermediazione finanziaria, ossia di quegli

---

(57) *In sostanza il risultato economico di una polizza siffatta è equivalente, finanziariamente, ad una combinazione di uno zero coupon bond e una call option sull’indice di borsa.*

(58) *Si pensi ancora al caso di polizze vita il cui premio viene investito nell’acquisto di quote di un fondo comune specializzato in azioni italiane; alla scadenza della polizza, il risparmiatore incassa il valore delle quote del fondo in quel momento meno la ritenuta fiscale del 12,5% (calcolata sulla differenza fra questo valore e il premio versato). La componente assicurativa della polizza è duplice: da un lato, se alla scadenza il valore delle quote è inferiore al “capitale iniziale”, quest’ultimo viene comunque rimborsato al cliente; dall’altro, in caso di premorienza dell’assicurato, il beneficiario della polizza incassa il valore delle quote in quel momento, eventualmente maggiorato di un bonus.*

(59) *Non fornisce supporto alla dimostrazione di una diversità di prodotto l’identità del soggetto offerente. Infatti la componente assicurativa vita delle polizze assicurative unit-linked - ossia con rendimento correlato a variabili finanziarie - è talvolta fornita comunque da soggetti terzi diversi dalla compagnia di assicurazione originario allo stesso modo, quindi, in cui un fondo comune o una banca devono rivolgersi ad un terzo soggetto assicurativo per offrire polizza assicurative accessorie sui loro prodotti.*

operatori che svolgono una funzione di collegamento tra settori in avanzo e settori in disavanzo dell'economia. In questi casi, la peculiarità dell'attività assicurativa è praticamente assente: si consideri infatti che tale caratteristica consiste nell'assunzione sistematica di un rischio inteso quale possibilità del verificarsi di un evento dannoso o attinente la vita umana, per cui la funzione di intermediazione finanziaria è sì presente, ma risulta strumentale rispetto alla prima.

L'integrazione del segmento assicurativo vita nella regolamentazione finanziaria è un dato ormai acquisito nei principali sistemi finanziari. A titolo di esempio, nell'ordinamento inglese, i contratti di assicurazione sulla vita sono inclusi nella nozione di *investment* (strumenti finanziari) prevista dal Financial Services Act del 1986, ossia dalla legge che disciplina la regolamentazione dei servizi di investimento<sup>(60)</sup>. Le compagnie di assicurazione - quali soggetti economici - sono regolamentate dal DTI (Department of Trade and Industry) e sono autorizzate all'esercizio dell'attività attraverso le norme previste dall'Insurance Company Act del 1982. Il nuovo assetto di vigilanza prevede che il DTI sia "assorbito" nell'FSA, ossia nell'organismo che regola l'intero sistema finanziario.

Nell'ordinamento statunitense, le rendite finanziarie e i contratti di assicurazione sulla vita il cui rendimento è collegato ad una gestione separata<sup>(61)</sup> ricadono nell'Investment Company Act del 1940, ossia nell'ambito della generale disciplina relativa alle attività di investimento, reinvestimento, acquisto e vendita di valori mobiliari. Trattandosi di contratti che prevedono l'assunzione di un rischio finanziario da parte del risparmiatore/sottoscrittore, le polizze ad essi correlate sono considerate valori mobiliari ai sensi del Securities Act del 1933. Parimenti, i fondi connessi alle gestioni separate ricadono nella nozione di impresa di investimento ai sensi dell'Investment Company Act. Inoltre, i soggetti che distribuiscono questo tipo di polizze sono *broker/dealer* e l'attività di consulenza inerente tali prodotti è disciplinata al pari dell'attività di consulenza finanziaria. Gli stessi contratti mantengono la loro natura assicurativa e devono pertanto rispettare le norme previste dalla disciplina sulle assicurazioni<sup>(62)</sup>.

Lo schema di decreto legislativo per il Testo unico della finanza approvato, in prima lettura, dal Consiglio dei Ministri nel dicembre 1997 disponeva che la Consob, di intesa con le competenti Autorità di vigilanza, dettasse con regolamento le norme da adottare per l'offerta di prodotti assicurativi del ramo vita, aventi natura prevalentemente finanziaria, emessi da imprese di

---

(60) *Il sistema regolamentare inglese prevede, infatti, l'inclusione, all'interno della nozione di strumenti finanziari - investment - disciplinati dal Financial Services Act, delle polizze emesse dalle assicurazioni vita - "Long term insurance contracts", (cfr. par.10, sch. 1, che richiama un'ampia nozione di polizze di assicurazione sulla vita dell'Insurance Companies Act del 1982).*

(61) *Le cosiddette "variable annuities policy", ossia contratti che prevedono l'investimento in valori mobiliari e che consentono alle compagnie di assicurazione di correlare la rendita da corrispondere al beneficiario della polizza all'andamento del portafoglio sul quale per contratto è basata la rendita.*

(62) *Su questi aspetti di analisi comparata si veda Consob, 1998b.*

assicurazione<sup>(63)</sup>. Il testo finale del decreto, come noto, non ha accolto tale previsione. Pertanto, le attuali modalità di regolamentazione delle polizze vita (incluse quelle ad elevato contenuto finanziario) sono disomogenee e sostanzialmente differenti rispetto a quelle relative ai prodotti offerti da altri intermediari finanziari.

Innanzitutto, con riferimento alle regole, le assicurazioni sono escluse dalla disciplina che interessa gli intermediari bancari e, in particolare, mobiliari. La mancata assoggettabilità a tale normativa deriva dal fatto che le polizze vita non sono considerate strumenti finanziari (ai sensi dell'art. 1 del Testo unico della finanza), né tanto meno le imprese di assicurazione sono soggetti autorizzati all'esercizio dei servizi di investimento<sup>(64)</sup>.

In materia di informativa e trasparenza, la normativa più recente applicabile alle assicurazioni diretta sulla vita trova fondamento nell'art. 109 del D.Lgs. 174/95<sup>(65)</sup>, che introduce l'obbligo di fornire al contraente informazioni sulla compagnia di assicurazione e sulla polizza (definizione delle garanzie, modalità e durata di versamento dei premi, e così via). Inoltre, l'Isvap, con circolare 249/1995, ha introdotto obblighi in merito alle modalità di redazione della nota informativa che deve essere consegnata al sottoscrittore della polizza unitamente alle condizioni di polizza e alla proposta. La circolare ha fatto compiere un passo avanti alla trasparenza delle polizze vita, anche se non tiene in conto la necessità di previsioni normative che rendano facilmente comparabili prodotti finanziari ormai in concorrenza tra loro. Ad esempio, un profilo di trasparenza indispensabile è quello relativo al rendimento effettivo - netto - della polizza: ebbene, non ne esiste un obbligo di comunicazione per le compagnie di assicurazione né *ex-ante*<sup>(66)</sup> - al momento di sottoscrizione del contratto - né durante il periodo di vigenza del contratto, ma solo, come riportato nella circolare in parola, una mera "facoltà per il contraente di richiedere all'intermediario la quantificazione del caricamento (...). Nella proposta di assicurazione, l'intermediario dovrà, a richiesta del contraente, riportare in un apposito spazio l'indicazione sul caricamento comunicato in sede di illustrazione del progetto" e ciò in quanto l'Isvap "ritiene che la complessità del prodotto assicurativo vita, alla cui costruzione concorrono molteplici elementi tecnici (componenti di rischio, caricamento di tariffa, misura dell'aliquota di retrocessione...) renda preferibile illustrare al

---

(63) Art. 115, comma 1, lett. d, dello schema di decreto legislativo approvato in prima lettura dal Consiglio dei Ministri in data 19 dicembre 1997. Lo stesso articolo dettava la medesima disposizione anche per l'offerta di strumenti finanziari, diversi dalle azioni o dai titoli che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni, emessi da banche. Anche questa previsione non è stata accolta in fase di stesura finale del Testo unico.

(64) Nella previgente disciplina, le polizze vita non erano considerate né valori mobiliari ai sensi dell'art. 18bis della legge 216/74, né strumenti finanziari ai sensi dell'art. 1, comma 1 del decreto Eurosim; pertanto, l'emissione di polizze vita non si configurava né come attività di sollecitazione del pubblico risparmio (art. 18ter della legge 216/74), né, a fortiori, come servizio di investimento (art. 1, comma 3, del decreto Eurosim).

(65) Con il quale si è recepita la direttiva 92/96/CEE in materia di assicurazione diretta sulla vita.

(66) In tale circostanza con riferimento al tasso adottato nelle proiezioni di rendimento.

contraente il risultato complessivo dell'operazione tramite l'indicazione delle prevedibili prestazioni a scadenza".

La comparabilità dei rendimenti di una polizza vita rispetto a quella di un fondo comune è profondamente influenzata dalle regole sottese. Il rendimento di una polizza di assicurazione sulla vita è di difficile calcolo, e in ogni caso l'assicurato non sembra avere a disposizione tutti gli elementi per arrivare ad un dato significativo. Occorre infatti considerare l'effetto di tre insiemi di fattori che incidono sul rendimento effettivo: un insieme di elementi "interni", quali le spese imputate alla gestione patrimoniale e il rendimento finanziario derivante dalla gestione; alcuni fattori "contrattuali", quali l'aliquota di retrocessione, i caricamenti, la quota fissa e altre spese; i fattori fiscali<sup>(67)</sup>. Non va soprattutto dimenticato che i rendimenti delle polizze vita si fondano su una valutazione dei titoli basata su una contabilità a costi storici, mentre le quote dei fondi comuni sono valutate giornalmente a prezzi di mercato<sup>(68)</sup>.

Nel corso del 1998, l'Isvap ha dettato nuove, specifiche regole per una maggiore trasparenza nell'offerta delle polizze *unit* e *index-linked*. L'istituto ha infatti riconosciuto che "la crescente diffusione sul mercato italiano di contratti in cui le prestazioni sono collegate al valore delle quote di un Oicvm o degli attivi di un fondo di investimento interno all'impresa (...) ovvero ad un indice azionario o ad altro valore di riferimento (...) rende necessario integrare le disposizioni attualmente vigenti in tema di obblighi di informativa precontrattuale e contrattuale, in considerazione delle particolarità tecniche di tali prodotti e dell'esigenza che al contraente siano fornite precise ed esaurienti informazioni soprattutto in merito ai rischi di natura finanziaria che tali contratti possono

---

(67) *Tra i fattori fiscali di maggior rilievo, è noto il "sussidio" fiscale sui premi assicurativi, attraverso la detrazione d'imposta del 19% su un premio annuo massimo di 2,5 milioni di lire. Il calcolo del rendimento effettivo di una polizza deve poi scontare la diversa tassazione prevista per le prestazioni, nel caso di opzione per la rendita ovvero per il capitale in via differita (nel primo caso, il 60% della rendita percepita rientra nel reddito imponibile; nel secondo caso, è prevista una ritenuta secca del 12,5% sulla differenza tra il capitale liquidato e il cumulo dei premi pagati, riducibile del 2% per ogni anno di durata del contratto superiore al decimo; nel caso di decesso dell'assicurato, il capitale percepito è esente da tassazione). Si consideri inoltre che, ad esempio, dall'1 gennaio 1997 le compagnie di assicurazione sono "lordiste" su tutti i redditi da capitale percepiti, ossia non subiscono ritenuta d'acconto sulle cedole dei titoli di Stato, mentre prima pagavano una ritenuta d'acconto, che poi recuperavano successivamente: la tassazione è rimandata alla scadenza della polizza e quindi solo allora traslata sul sottoscrittore. Un risparmiatore che comparasse questo rendimento con quello di un fondo comune non necessariamente potrebbe comprendere con immediatezza che le performance dei fondi sono al netto delle ritenute fiscali sui redditi di capitale percepiti (Liera, 1997) - che sono a titolo definitivo - e sono altresì al netto delle commissioni di gestione.*

(68) *Il D.Lgs. 173/97 di attuazione della direttiva 91/674/CEE in materia di conti annuali e consolidati delle imprese di assicurazione stabilisce che gli investimenti in titoli e partecipazioni non destinati a permanere durevolmente nel patrimonio dell'impresa vanno valutati al minore tra il costo d'acquisto e il valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato (art. 16, comma 6). Va segnalata la positiva eccezione prevista per gli investimenti a beneficio degli assicurati dei rami vita i quali ne sopportano il rischio e derivanti dalla gestione dei fondi pensione (art. 24): l'art. 16, comma 8 del decreto citato stabilisce che la loro valutazione debba avvenire al valore corrente, che l'art. 17 del medesimo decreto fa coincidere, per gli investimenti trattati in mercati regolamentati, con il valore di mercato.*

prevedere a carico del contraente stesso”<sup>(69)</sup>. Con le circolari 317/1998 e 332/1998, si dispone che al sottoscrittore non si possano presentare schemi che esemplifichino l’evoluzione delle prestazioni o dei valori di riscatto poiché “l’esemplificazione sulla base del conseguimento di un tasso annuo costante risulterebbe, oltre che riduttiva, anche scarsamente trasparente, non consentendo al contraente di percepire i connotati di tali polizze”<sup>(70)</sup>. In linea generale, inoltre, le *unit* e le *index-linked* possono essere considerate vere e proprie polizze solo ove vi sia l’effettiva assunzione di un rischio demografico da parte della compagnia; in caso contrario il prodotto deve essere connotato come un contratto di capitalizzazione, per il quale la compagnia deve offrire la garanzia finanziaria di un tasso minimo di rivalutazione del capitale<sup>(71)</sup>.

Benché si delinei quindi una tendenza verso il riconoscimento della elevata contiguità tra alcuni prodotti assicurativi e i tipici prodotti finanziari, le differenze regolamentari sopra accennate restano rilevanti e riflettono la diversità di impostazione nel trattamento delle assicurazioni, vigilate e controllate sostanzialmente da una sola Autorità di supervisione, l’Isvap<sup>(72)</sup>, soggetta ad una generale vigilanza da parte del Ministero dell’industria, commercio e artigianato<sup>(73)</sup>.

---

(69) Circolare Isvap 317/1998.

(70) *Il confronto fra tasso di inflazione e tasso di rendimento delle gestioni separate per gli ultimi cinque anni non va più effettuato perché ritenuto non significativo per questo tipo di prodotti: si richiede invece che vengono illustrate tutte le prestazioni assicurative e le eventuali garanzie finanziarie.*

(71) *Per le polizze unit-linked il contraente deve essere informato delle attività rappresentative delle riserve tecniche, nonché dei costi relativi a ciascun fondo e alla polizza. Almeno una volta all’anno le società devono inoltre comunicare al contraente il valore raggiunto dalle prestazioni previste in polizza. Se il fondo è interno all’impresa, il rendiconto deve essere certificato da una società di revisione. Per le index-linked si prevede che venga fornito il maggior numero possibile di informazioni a partire da quelle sull’indice (che deve essere costruito su strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati); per questo tipo di polizze, peraltro, non è prescritta l’esplicitazione del caricamento, ma solo la facoltà del contraente di richiederne la quantificazione.*

(72) *L’integrazione tra mercati, strumenti e intermediari rende maggiori le zone di sovrapposizione tra Autorità di vigilanza e loro competenze. Superate appaiono quindi le posizioni di chi (Marchetti, 1986), un decennio fa, affermava che non esistevano problemi di coordinamento tra Banca d’Italia, Consob e Isvap in quanto, con riferimento a Banca d’Italia e Isvap la vigilanza si effettuava nei confronti di soggetti diversi “cosicché non vi è possibilità di interferenza alcuna tra le due attività; fra Isvap e Consob, invece, vi è una parziale coincidenza nei confronti dei soggetti vigilati, che sono le società di assicurazione quando sono quotate in borsa: ma la diversità dell’oggetto del controllo e la diversità delle finalità dei due controlli danno luogo ad una integrazione dell’attività dei due vigilanti, non a interferenze, contrapposizioni, o divergenze”. Come è evidente non si percepiva ancora la natura di intermediario finanziario dell’assicurazione e per tale via la necessità di controlli tipici di altre Autorità di vigilanza sul mercato finanziario.*

(73) *Si noti come un recente D.P.R (n. 220 del 28 marzo 1997) ha attribuito, nell’ambito della riorganizzazione degli uffici del Ministero dell’industria, alla “Direzione generale del commercio, delle assicurazioni e dei servizi”, “lo svolgimento delle funzioni di competenza del Ministero nelle (...) materie: (...) vigilanza sull’ISVAP”.*

### III.2 L'ARTICOLAZIONE DELLA REGOLAMENTAZIONE

#### *La tutela costituzionale del risparmio: cenni*

La regolamentazione del mercato finanziario, la cui opportunità è richiamata, come accennato in precedenza, da più filoni della letteratura economica, trova fondamento, nell'ordinamento nazionale, già nel dettato costituzionale. L'art. 47 della Costituzione sancisce il principio della tutela del risparmio, che trova "la sua motivazione economica nel fine di prevenire l'instabilità, assicurare l'accumulazione e favorire, per entrambe le vie, lo sviluppo dell'intera economia" (Ciampi, 1987).

L'accezione di risparmio sancita dal legislatore costituzionale era volutamente generale, in quanto doveva adattarsi senza necessità di modifiche all'evoluzione dei mercati e degli strumenti finanziari. "Merita sottolineare che la previsione di tutela della norma costituzionale riguarda tutto il risparmio indiscriminatamente considerato, a prescindere (...) dalle possibili forme di investimento di esso": pertanto, "il legislatore costituzionale, nel riconoscerne la relativa tutela, non ha ritenuto opportuno di condizionarla alle forme che il risparmio stesso avrebbe assunto nelle fasi successive al suo processo formativo" (Ruta, 1969). Il concetto costituzionale di tutela del risparmio va, quindi, inteso in senso dinamico<sup>(74)</sup>, e, in considerazione dei significativi cambiamenti che hanno interessato il nostro sistema finanziario, non può che essere riferito all'intero panorama dell'intermediazione finanziaria, sia essa bancaria, mobiliare e assicurativa. In particolare, Sangiorgio (1997) ribadisce che il risparmio assicurativo è una delle possibili forme assunte dal risparmio della collettività e che "le compagnie assicurative, in quanto raccogliatrici di risparmio in forma di premi e di suo successivo impiego in attività finanziarie a copertura delle riserve tecniche, sono investitori istituzionali, cioè intermediari finanziari" tant'è che il controllo sulle compagnie assicurative "trova fondamento nell'art. 47 della Costituzione nella stessa misura in cui da tale norma trae fondamento il controllo esercitato dalla Banca d'Italia e, per certi aspetti, dalla Consob sull'intermediazione bancaria e finanziaria in genere".

#### *Il modello di regolamentazione scelto dal legislatore*

L'articolazione della regolamentazione sul mercato finanziario è stata influenzata dalla struttura e dall'evoluzione del sistema e la scelta di un modello si è quindi dovuta adattare alle varie esigenze, anche di politica economica, del legislatore.

La regolamentazione del sistema finanziario italiano si presenta molto articolata e tradizionalmente incentrata sugli intermediari bancari. Le maggiori evoluzioni si sono peraltro avute nell'ultimo trentennio sotto la spinta delle direttive europee<sup>(75)</sup> e della sempre maggiore integrazione tra i mercati finanziari internazionali.

---

(74) Secondo Cuocolo (1996), l'intero "risparmio gestito diviene così l'oggetto più specifico della stessa tutela costituzionale".

(75) A tal proposito Predieri (1993) mostra come in molti campi del diritto pubblico dell'economia, in particolare in quello delle discipline dei mercati finanziari, la legislazione nazionale sia in realtà quasi una normazione subprimaria.

L'incessante produzione normativa che si è avuta ha innovato profondamente anche il quadro degli assetti regolamentari e degli organismi di vigilanza; tali cambiamenti si sono innestati su un'impostazione della regolamentazione che "tripartiva" il mercato finanziario in bancario, mobiliare e assicurativo, facendo corrispondere ad esso una tripartizione degli intermediari e, soprattutto, per quanto in questa sede rileva, una tripartizione delle Autorità: Banca d'Italia, Consob e Isvap<sup>(76)</sup>. Le nuove regolamentazioni, spesso succedutesi in modo non coordinato, hanno delineato una struttura dei controlli che non è possibile ricondurre in modo ordinato e unitario ad uno dei modelli teorici illustrati in precedenza.

La distribuzione delle competenze fra le diverse Autorità di vigilanza si è caratterizzata per un approccio "misto" (cfr. Tav. 1).

Come si può notare dalla tabella, che illustra la ripartizione delle competenze di diverse Autorità con riferimento ai principali intermediari finanziari, differenti modelli di vigilanza si sovrappongono tra loro.

Il modello istituzionale è seguito per le assicurazioni (vigilate dall'Isvap per gli aspetti di stabilità e trasparenza) e per le banche, che sono vigilate dalla Banca d'Italia per gli aspetti di stabilità e trasparenza su tutta l'attività bancaria tipica (depositi e impieghi), diversa dall'attività di intermediazione mobiliare<sup>(77)</sup>, e per gli aspetti di concorrenza (la legge 287/90 esclude il controllo primario dell'Autorità Antitrust sulle banche).

---

(76) *Accanto alle citate istituzioni, competenze in materia di intermediazione finanziaria sono state attribuite a: l'Autorità garante della concorrenza e del mercato (di seguito Autorità Antitrust); la Commissione di vigilanza sui fondi pensione, che, secondo una competenza "per soggetti", vigila sui fondi complementari; l'Ufficio Italiano Cambi, che ha competenze in materia di società finanziarie oltre che in campo di disciplina antiriciclaggio; il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi Bancari, formalmente organismo di natura privatistica che funge da assicuratore dei depositi e fornitore di sostegno di capitali e garanzie a banche in crisi; il Fondo Nazionale di Garanzia ex art. 15 legge 1/91, che contribuisce al rimborso dei creditori di banche, Sim, agenti di cambio e fiduciarie falliti. Vanno inoltre ricordate, naturalmente, le competenze primarie attribuite a Ministeri e a Comitati interministeriali.*

(77) *In particolare tutta la disciplina della trasparenza bancaria (artt. 115 e segg. del Testo unico bancario) soffre di una duplice anomalia: da un lato, è sottratta alla competenza dell'Autorità di vigilanza sulla trasparenza; dall'altro, è sottratta comunque alla competenza primaria dell'Autorità di vigilanza in quanto regolamentata dal Ministro del tesoro (art. 116, comma 2) e dal Cibr (art. 116, comma 3; 117, comma 2; 118, comma 1; 119, comma 1): peraltro, l'art. 117, comma 8, sembra consentire alla Banca d'Italia un potere regolamentare piuttosto ampio di prescrivere un contenuto tipico determinato per determinati contratti o titoli. La trasparenza e correttezza dei comportamenti degli intermediari, banche e Sim, sottoposta, come vedremo, alla vigilanza Consob, si riferisce esclusivamente all'esercizio dei servizi di investimento e non già ai comportamenti degli intermediari in tutte le attività prestate.*

AUTORITÀ COMPETENTI PER LA REGOLAMENTAZIONE  
E IL CONTROLLO DEI PRINCIPALI INTERMEDIARI FINANZIARI

INTERMEDIARI	FINALITÀ		
	STABILITÀ	TRASPARENZA (E PUBBLICITÀ INGANNEVOLE)	CONCORRENZA
BANCHE	BANCA D'ITALIA CICR <sup>(1)</sup> MIN. TESORO <sup>(2)</sup>	BANCA D'ITALIA, CICR, MIN. TESORO, CONSOB, (ANTITRUST)	BANCA D'ITALIA (PARERE ANTITRUST)
SIM	BANCA D'ITALIA MIN. TESORO	CONSOB, (ANTITRUST)	ANTITRUST
ASSICURAZIONI VITA	ISVAP, CIPE <sup>(3)</sup> MIN. INDUSTRIA <sup>(4)</sup>	ISVAP, (ANTITRUST) CIPE	ANTITRUST (PARERE ISVAP), CIPE
SOC. GEST. RISPARMIO E OICR	BANCA D'ITALIA MIN. TESORO <sup>(5)</sup>	CONSOB (ANTITRUST)	ANTITRUST
FONDI PENSIONE	COMM. FONDI PENSIONE MIN. LAVORO MIN. TESORO	COMM. FONDI PENSIONE MIN. TESORO (ANTITRUST)	ANTITRUST

<sup>1</sup> Il Cicr ha l'alta vigilanza in materia di credito e di tutela del risparmio e delibera, tra l'altro, in materia di raccolta del risparmio, di attività non ammesse al mutuo riconoscimento e partecipazione al capitale delle banche. <sup>2</sup> Il Ministero del tesoro sostituisce il Cicr in casi di urgenza e ha principalmente competenze in materia di requisiti di professionalità e onorabilità e di disciplina delle crisi. <sup>3</sup> Il Cipe svolge nel settore assicurativo i seguenti compiti (legge 576/82): formula gli indirizzi della politica assicurativa; verifica lo stato di attuazione di tali indirizzi e, se necessario, provvede a darvi impulso; esamina la relazione annuale del Ministro dell'industria sullo stato della politica assicurativa. <sup>4</sup> Il Ministero dell'industria ha attualmente competenze in materia di disciplina delle sospensioni ed "uscite" dal mercato delle imprese di assicurazione. <sup>5</sup> Il Ministero del tesoro ha principalmente competenze in materia di struttura degli Oicr (scritture contabili, oggetto dell'investimento, modalità di partecipazione, e così via).

Esiste poi un caso in cui è seguito un approccio misto, istituzionale e per attività, con riferimento ai fondi pensione, intermediari finanziari ai quali è riservata un'attività (l'erogazione di trattamenti pensionistici complementari), e che allo stesso tempo sono ad oggetto esclusivo, sotto i controlli della Commissione di vigilanza sui fondi pensione. Tuttavia, il Ministero del lavoro emana le direttive generali in materia di vigilanza sui fondi pensione, di concerto con il Ministero del tesoro e vigila sulla Commissione fondi pensione; inoltre, sentita la Commissione, autorizza l'esercizio dell'attività. Il Ministero del tesoro, sentita la Commissione, emana norme in materia di limiti e criteri di investimento, e regole da osservare in materia di conflitti di interesse.

Il modello per finalità caratterizza formalmente la regolamentazione dei soggetti abilitati alla prestazione dei servizi d'investimento, con riferimento a tali attività: banche, Sim, società di gestione del risparmio (Sgr) e Oicr (ossia fondi comuni di investimento e Sicav). Tali soggetti 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" (art. 5, commi 2-3, Testo unico della finanza). Inoltre, l'Autorità Antitrust ha competenza esclusiva per la normativa sulla concorrenza su tutti i soggetti abilitati, con esclusione delle banche.

Un'eccezione rispetto all'attribuzione dei controlli di trasparenza alla Consob si ha nel caso di pubblicità ingannevole, il cui controllo è affidato non alla Consob ma, in via esclusiva, senza la previsione di un eventuale coordinamento, all'Autorità Antitrust<sup>(78)</sup>, pur se la riconducibilità a profili di trasparenza della pubblicità ingannevole non sembra infondata<sup>(79)</sup>. L'unica modalità attraverso la quale la Consob può intervenire in casi di messaggi pubblicitari (non riconducibili alla sollecitazione del pubblico risparmio) ritenuti ingannevoli è quella prevista dall'art. 2 del D.P.R. 627/96<sup>(80)</sup>, che consente a tutti i soggetti interessati, compresa ogni "pubblica amministrazione che ne abbia interesse in relazione ai propri compiti istituzionali" di richiedere l'intervento dell'Autorità Antitrust al fine di ottenere l'inibizione degli atti ritenuti lesivi.

Un modello di vigilanza per finalità sembra emergere, seppur in modo meno distinto, anche con riferimento alle regolamentazioni di tutto il mercato mobiliare, e non solo quindi degli intermediari: potrebbe infatti essere possibile evincere, dall'evoluzione del quadro normativo, un'attribuzione alla Consob di poteri nel campo della trasparenza sul mercato<sup>(81)</sup> (regolamentazione secondaria nel campo della sollecitazione del pubblico risparmio, dell'*insider trading*, dell'Opa, dell'Ops/Opv, del prospetto di ammissione a quotazione, e così via), alla Banca d'Italia competenze in materia di stabilità (regolamentazione, talvolta non esclusiva, della compensazione, liquidazione,

---

(78) Anche con riferimento alle assicurazioni (D.Lgs. 74/92).

(79) A riprova di ciò si noti come il regolamento Consob 5387/1991 sull'attività di intermediazione mobiliare sostituito dal 8850/1994 recava all'art. 14, poi abrogato, una disciplina sui messaggi pubblicitari. Inoltre, la delibera 6378/1992, disciplinante le disposizioni concernenti gli annunci pubblicitari riguardanti operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio, conferma l'attribuzione alla Consob del compito di disciplinare i criteri attraverso cui realizzare gli annunci pubblicitari relativi alle suddette operazioni.

(80) Regolamento recante norme sulle procedure istruttorie dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato in materia di pubblicità ingannevole.

(81) L'obiettivo della trasparenza sul mercato si sostanzia nella traslazione del più generale obiettivo di equità, che insieme all'efficienza e alla stabilità, caratterizza il governo dell'economia (Padoa-Schioppa, 1997) e va inteso come predisposizione di regole che assicurano la parità di trattamento tra risparmiatori di diverse categorie.

*clearing house*, mercati all'ingrosso di valori mobiliari, gestione accentrata, sistemi di pagamento, e così via) e all'Autorità Antitrust di un controllo della concorrenza tra società mercato<sup>(82)</sup>.

L'eterogeneità della ripartizione delle competenze di vigilanza è speculare a quella che sembra connotare le caratteristiche funzionali e strutturali delle Autorità indipendenti preposte ad essa<sup>(83)</sup>.

---

(82) *In proposito, l'Autorità Antitrust è intervenuta, anche se solo con un parere, rilasciato il 29 novembre 1996, ai sensi dell'art. 22, legge 287/90, nel quale ha inteso segnalare alcune esigenze che appaiono importanti al fine di garantire che la società mercato che gestirà la Borsa svolga le proprie funzioni in modo conforme ai principi e alle regole di concorrenza.*

(83) *Nel nostro sistema istituzionale e economico sono presenti organismi pubblici, comunemente classificati come "Autorità indipendenti", a cui sono stati attribuiti compiti di controllo e di regolazione del mercato. Si tratta sia di organismi già esistenti da tempo, come la Consob, l'Isvap o l'Antitrust, sia di enti la cui esistenza è decisamente più recente, come l'Autorità di regolazione del settore dell'energia elettrica istituita dalla legge 481/95 (Pera (1997)), o il recente "Garante per la tutela delle persone e di altri soggetti rispetto al trattamento dei dati personali" istituito dalla legge 675/96. L'attuale configurazione di tali istituzioni è piuttosto confusa e difficilmente consente una ricostruzione organica di criteri guida nella distinzione e qualificazione delle diverse Autorità. Tra i diversi criteri classificatori, il prevalente sembra far riferimento alle funzioni a cui sono preposte le Autorità in parola, con una articolazione che si snoda su diversi livelli e "spazi" di regolamentazione (Presidenza del Consiglio dei Ministri - Dipartimento per la Funzione Pubblica, Autorità amministrative indipendenti, Documento di discussione per il Consiglio dei Ministri del 26 maggio 1995). In primo luogo, si individuano Autorità per le quali è prevalente la funzione di "garanzia" della collettività per l'attuazione di interessi che riguardano l'ordinamento nel suo complesso e che sono di immediata derivazione costituzionale. Tra queste, con riguardo agli organismi attualmente esistenti in Italia, si possono annoverare: la Consob e, per alcuni aspetti, la Banca d'Italia, con riferimento all'art. 47 della Costituzione; l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, in relazione all'art. 41; il Garante per la radiodiffusione e l'editoria, con riguardo all'art. 21. In secondo luogo, si identificano agenzie con prevalente funzione di regolazione amministrativa di determinati settori dell'economia. Tali istituzioni svolgono prevalentemente compiti di controllo della correttezza dei comportamenti di soggetti pubblici e privati. Il riferimento è per tale fattispecie all'Isvap e alle agenzie di regolazione dei servizi di pubblica utilità (ex legge 481/95). Infine, vi sono organismi, variamente denominati, con compiti prevalentemente amministrativi, correlati a settori eminentemente tecnici, per finalità di indirizzo, coordinamento e vigilanza: tra essi, ad esempio, l'Autorità per l'informatica nella pubblica amministrazione.*

*Caratteristica comune di tutti gli organismi così descritti, ma in particolare delle Autorità appartenenti al primo gruppo, è l'autonomia dal potere esecutivo, nel rispetto peraltro di una necessaria dipendenza dal medesimo, consustanziale al citato ruolo di regolazione di un particolare contesto economico. L'indirizzo politico della regolamentazione non può essere infatti demandato alle stesse Autorità indipendenti, in quanto non coerente con la stessa genesi, la natura e la funzione delle medesime. Non infondate sembrano le critiche di coloro che vorrebbero limitare la tendenza a costituire Autorità indipendenti per questioni che potrebbero essere affrontate dagli apparati amministrativi tradizionali. Cassese (1996) ricorda, quanto alle prime, come "la loro istituzione sfida i principi più riveriti degli ordinamenti moderni: il principio dell'unitarietà organizzativa o di azione dei poteri pubblici; il principio di democraticità degli ordinamenti, in quanti i componenti delle Autorità non sono posti sotto il controllo degli elettori; il principio della tripartizione dei poteri; infine il modello dei rapporti tra governo e parlamento proprio dei sistemi parlamentari". Infatti, in astratto, già "secondo quanto emerge dagli artt. 97 e 98 della Costituzione, il nostro ordinamento amministrativo si ispira tendenzialmente al principio della separazione dalla politica, con una caratterizzazione cioè della prima che ben avrebbe potuto ritenersi sufficiente per far attribuire le funzioni in discorso all'organizzazione amministrativa tradizionale" (Caianiello, 1997). In tal senso la creazione di organismi esterni al tradizionale apparato ministeriale non*

Come si può notare dalla tavola 2, le caratteristiche strutturali e organizzative delle Autorità di vigilanza sono abbastanza differenti. L'opportunità di una loro tipizzazione in un contesto di riordino della regolamentazione del mercato finanziario verrà argomentata nel prosieguo.

L'esigenza di fondati motivi per la creazione di organismi indipendenti e soprattutto per il riordino di quelli esistenti trova già espressione in primo luogo nella legge 481/95, con la quale vengono istituite le Autorità di regolazione dei servizi di pubblica utilità, ma soprattutto nella prima stesura del disegno di legge (n. 2157) di iniziativa governativa sulle "Misure di razionalizzazione della finanza pubblica", comunicato alla Presidenza del Senato il 30 settembre 1995. Il comma 3 dell'art. 1 di tale ddl delegava il governo ad emanare entro cinque mesi dalla data di entrata in vigore uno o più decreti legislativi diretti, oltre che a istituire organismi indipendenti per la regolazione dei servizi di rilevante interesse pubblico<sup>(84)</sup>, a riordinare anche quelli esistenti. Tra i principi e criteri direttivi a cui attenersi, dovevano includersi quelli della classificazione degli organismi indipendenti, tenendo conto delle funzioni prevalentemente esercitate, rispettivamente di garanzia di diritti individuali e della collettività degli utenti, anche in materia di sciopero nei servizi pubblici, di regolazione di settori della vita economica, di alta amministrazione, coordinamento e vigilanza in settori eminentemente tecnici. Inoltre, si dovevano individuare conseguenti parametri di disciplina degli organismi indipendenti, con riguardo in particolare ai procedimenti di nomina e alla determinazione dello *status* e del trattamento economico dei componenti, alla provvista, con il metodo del concorso, e allo stato giuridico ed economico del personale, all'autonomia organizzativa e funzionale, alla tutela giurisdizionale contro gli atti emessi dagli organismi.

---

*necessariamente sarebbe giustificata. Peraltro la separazione netta del potere amministrativo da quello esecutivo e legislativo non è esplicitamente sancita dalla Costituzione, come è invece con riferimento al potere giudiziario, "perché la Costituzione stessa riconduce, anche dal punto di vista sistematico, l'amministrazione - che è il braccio operativo delle scelte politiche - nell'ambito del governo, cioè di un potere politico per antonomasia e, inoltre, dichiara il ministro responsabile politicamente dell'attività del suo ministero di fronte al Parlamento" (Caianiello, 1997). La costruzione teorica di un'Autorità separata dal Ministero troverebbe in tal senso una motivazione decisiva alla luce dell'inaffidabilità dei vertici delle Autorità, pur in presenza di cambiamento dei governi - anche se, da un punto di vista organizzativo, dovrebbe condurre allo spostamento di personale dai ministeri alle Autorità cui le competenze dei ministeri medesimi venissero attribuite. L'assunzione di nuovo personale dovrebbe avvenire solo in caso di attribuzione di competenze nuove ovvero in presenza di elevato tecnicismo dei compiti.*

(84) Tali organismi sono quelli creati con la citata legge 481/95, emanata due mesi dopo il ddl citato, cosicché questo articolo fu stralciato, anche se poteva avere altre finalità.

PRINCIPALI CARATTERISTICHE DELLE AUTORITÀ DI VIGILANZA  
SUL MERCATO FINANZIARIO

	BANCA D'ITALIA	CONSOB	ISVAP	COMMISSIONE FONDI PENSIONE	ANTITRUST
NOMINA	Delibera del Consiglio Superiore della Banca d'Italia approvata con D.P.R. promosso dal Presidente del Consiglio di concerto con il Min. del tesoro	D.P.R. su proposta del Presidente del Consiglio dei Ministri previa deliberazione del Consiglio stesso	D.P.R. previa deliberazione del Consiglio dei Ministri, su proposta Min. industria (Presidente). CdA con D.P.C.M. di concerto con il Min. industria.	Deliberazione del Consiglio dei Ministri su proposta del Ministro del lavoro di concerto con il Ministro del tesoro	Determinazione adottata d'intesa dai Presidenti della Camera dei Deputati e del Senato della Repubblica
NUMERO COMPONENTI	Governatore (Direttorio)	Presidente e 4 membri	Presidente e 6 componenti CdA	Presidente e 4 membri	Presidente e 4 membri
DURATA IN CARICA	A vita	5 anni	5 anni (4 il CdA)	4 anni	7 anni
RIELEGGIBILITÀ		Una volta	Una, (2 il CdA)	Una volta	No
RELAZIONE ANNUALE	Si. Annualmente Min. tesoro presenta al Parlamento relazione particolareggiata e documentata	Entro 31 marzo al Min. tesoro, che trasmette entro 31 maggio al Parlamento, con osservazioni	Si	Entro 31 marzo al Min. lavoro, che trasmette entro 31 maggio al Parlamento, con osservazioni	Entro 30 aprile al Pres. Consiglio Ministri, che trasmette entro 30 giorni al Parlamento
CONTROLLO CORTE CONTI	No (si, solo per il serv. di tesoreria)	Si	Si, con referto al Parlamento	Si, con referto al Parlamento	Si
MINISTERO REFERENTE	Tesoro <sup>1</sup>	Tesoro	Industria	Lavoro	Industria

<sup>1</sup> Si noti che il Ministero del tesoro "ha costantemente coltivato l'orientamento secondo cui la Banca d'Italia sarebbe nella sostanza ente amministrato dal Ministero del tesoro e non soltanto ente sottoposto a vigilanza" (cfr. la deliberazione 62/1996 della Sezione del Controllo della Corte dei Conti). Tale interpretazione è stata sancita dalla legge 110/96 secondo la quale (art. 11, comma 1) "tra gli enti ed istituti amministrati di cui all'articolo 3, primo comma, del R.D.L. 10 luglio 1924, n. 1100, convertito nella legge 21 marzo 1926, n. 597, sono compresi gli enti sottoposti a vigilanza": "il menzionato art. 11 (...) ha quindi portata innovativa ed il riferimento agli enti sottoposti a vigilanza, riportato al primo comma, intuitivamente ed attendibilmente, ricomprende ed attiene proprio alla Banca d'Italia" (*ibidem*).

### III.3 GLI OBIETTIVI DELLA VIGILANZA

Il legislatore italiano, particolarmente attivo nell'ultimo trentennio di regolamentazione finanziaria fino alla recente emanazione del Testo unico della finanza, si è espresso attraverso approcci articolati sulla struttura e sugli obiettivi della vigilanza: chiarire gli obiettivi del regolamentatore in relazione alla vigilanza degli intermediari e del sistema finanziario è di fondamentale importanza ai fini dell'opportunità di suggerire un criterio univoco, per finalità, di regolamentazione dell'intero mercato finanziario<sup>(85)</sup>.

#### *La legge 77/83*

La legge 77/83 disciplina, come noto, i fondi comuni di investimento mobiliare aperti. La prassi applicativa, che segue una non chiara norma originaria, affida alla Banca d'Italia i controlli di stabilità e alla Consob i controlli di trasparenza, secondo un criterio per finalità. Questa circostanza viene rafforzata dall'assoggettamento delle società di gestione a regole di comportamento relative all'attività di intermediazione mobiliare: infatti, l'art. 9, dal comma 12 al comma 17, della legge 1/91 contiene norme che attribuiscono alla Consob poteri di vigilanza sui fondi. Tuttavia, va evidenziato che si tratta di profili specifici di vigilanza che non conferiscono ad essa un potere organico in materia di controllo di condotta su tali soggetti, in quanto l'art. 9, comma 14, della legge 1/91 estende a tali società le sole regole di cui al comma 2, lett. e) e g) del medesimo art. 9 della legge Sim, ossia il rispetto delle modalità di negoziazione previste per i mercati mobiliari e il divieto di moltiplicare le transazioni senza vantaggio per il cliente.

Peraltro, tale distribuzione delle competenze, spesso presa come esempio per giustificare successive ripartizioni dei controlli tra Autorità di vigilanza, non sembra considerare che il controllo di trasparenza della Consob è in realtà un controllo non tanto sulla trasparenza dei soggetti, quanto sulla trasparenza del materiale informativo (disciplina del prospetto). Gli stessi controlli di stabilità, esercitati essenzialmente dalla Banca d'Italia, sembrerebbero avere un debole fondamento logico. Un vero e proprio problema di stabilità per i fondi comuni non dovrebbe, infatti, sussistere per definizione, in quanto il passivo è uguale all'attivo in ogni momento, laddove invece il controllo di stabilità tende ad assicurare che le attività siano in grado di soddisfare i debiti (cioè le passività) dell'intermediario, ossia che il patrimonio netto sia sempre non negativo<sup>(86)</sup>.

---

(85) *La disamina che segue analizza l'insieme di norme e di atti normativi che sono per la maggior parte confluiti (spesso con notevoli modificazioni) nel recente Testo unico della finanza.*

(86) *In altre parole, un problema di stabilità "quotidiano" esiste logicamente solo nel caso in cui l'intermediario emetta passività con valore certo, rimborsabili a vista (ad esempio i depositi bancari). Qualora invece le passività, pur a vista, siano market-priced, il claim dell'investitore non è fondato sul valore iniziale dell'investimento, ma sull'andamento di mercato dell'investimento stesso (ad esempio, le quote emesse dai fondi comuni) (Piatti e Susi, 1997).*

*La legge Antitrust (legge 287/90)*

“Le regole a tutela della stabilità debbono armonizzarsi con quelle che presiedono al corretto e ordinato dispiegarsi della dinamica concorrenziale” (Ministero del tesoro, 1991).

L’applicazione della normativa sulla concorrenza ai mercati finanziari, già stabilita a livello comunitario, viene confermata dal fatto che “il Regolamento sulle concentrazioni (Regolamento 4064/1989) ha sempre trovato piena applicazione al settore, mentre gli artt. 85 e 86 del Trattato di Roma hanno trovato piena applicazione al settore creditizio solo a partire dalla decisione della Corte di giustizia (14 luglio 1981) con la quale si è stabilito che le attività bancarie - escluse quelle attuate in ossequio alle esigenze della politica monetaria - non fossero qualificabili come servizi di interesse generale o aventi carattere di monopolio fiscale, e pertanto non potessero rientrare nell’eccezione prevista dal trattato di Roma” (Cafagna e Sciolli, 1996).

In realtà, con riferimento alla concorrenza, gli attuali assetti regolamentari italiani sono poco omogenei relativamente alle diverse tipologie di intermediari finanziari esistenti sul mercato. Infatti, le competenze dell’Autorità Antitrust, generalmente orizzontali rispetto all’identità dei soggetti, trovano alcune singolari eccezioni proprio con riferimento al settore finanziario ed in particolare alle banche, alle assicurazioni<sup>(87)</sup>: con riferimento alle banche, l’applicazione della legge 287/90 spetta infatti alla Banca d’Italia<sup>(88)</sup>, sentito il parere dell’Autorità Antitrust, in merito alle intese restrittive della libertà di concorrenza e alle relative deroghe<sup>(89)</sup>, agli abusi di posizione dominante, alle operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza; con riferimento alle assicurazioni, l’Autorità Antitrust conserva i poteri principali anche se, ai sensi del comma 4 dell’art. 20, deve chiedere il parere preventivo all’Isvap.

Come ulteriore “presidio” dell’asimmetria regolamentare qui evidenziata vi è il comma 9 dell’art. 20 della legge 287/90, che statuisce come in nessun caso le norme in materia di concentrazione della legge citata costituiscono deroga alle norme vigenti nei settori bancario e assicurativo.

Queste asimmetrie portano a differenti interpretazioni di situazioni analoghe a causa dei “vincoli istituzionali che impongono (alle Autorità di settore, Banca d’Italia e Isvap) un’attenzione particolare alla stabilità e alla sopravvivenza dei singoli operatori o di intere categorie di operatori” così da assumere decisioni ed emanare pareri talvolta non condivisi dall’Autorità Antitrust (Cafagna

---

(87) *Per le Sim, le Sgr, gli Oicr, e i fondi pensione, invece si applica la legge 287/90 senza differenze rispetto a soggetti diversi, ad esempio industriali.*

(88) *In realtà, la legge 287/90 fa riferimento esplicito, per le aziende ed istituti di credito, alla “competente Autorità di vigilanza” e non alla Banca d’Italia la cui competenza è quindi ricavabile in via interpretativa: “tale individuazione non è stata, peraltro, pacifica considerando che per Autorità creditizie si intendono, oltre alla Banca Centrale, anche il CICR e il Ministro del tesoro” (Rotondo, 1996).*

(89) *Esiste un’eccezione al principio del mero parere dell’Autorità Antitrust relativamente a soggetti bancari e riguarda le autorizzazioni di intese in deroga al divieto dell’art. 2 della legge 287/90 “per esigenze di stabilità del sistema monetario”: in tali casi, l’autorizzazione è adottata d’intesa (e non, quindi, solamente con il parere) con l’Autorità Antitrust, che valuta se l’intesa comporti o meno l’eliminazione della concorrenza.*

e Sciolli, 1996). Il problema fondamentale dell'attribuzione dei controlli sulla concorrenza all'organismo che vigila sulla stabilità è che "una vigilanza di tipo prudenziale è sempre assillata dal dilemma efficienza-stabilità; e la storia recente dimostra che soprattutto nei momenti di difficoltà la seconda fa premio sulla prima" (Sarcinelli, 1986). A riprova di ciò Castaldi (1995) ricorda che "il motivo per cui il legislatore ha ritenuto di richiamare (nel Testo unico bancario) l'efficienza e la concorrenza anche tra i fini della vigilanza creditizia è da ricercarsi probabilmente nella circostanza che tali finalità possono talora confliggere con la stabilità del sistema". D'altra parte, Ciocca (1997) sostiene che "è l'assenza di stimoli concorrenziali e non la concorrenza eccessiva a provocare inefficienza certa e, quindi, alla lunga, instabilità".

Peraltro, l'evoluzione degli intermediari crea strutture di gruppo molto complesse ovvero intermediari polifunzionali di dimensioni rilevanti, e ciò potrebbe causare dubbi sull'Autorità competente in materia. Di converso, tuttavia, l'asimmetria esistente per il sistema del credito "non appare giustificata da nessuna ragione di logica di teoria economica" (Gobbo, 1997) né dall'esperienza dei Paesi più simili al nostro, come Francia e Germania, nei quali le competenze sono dell'Autorità Antitrust. La scelta di attribuire in Italia tali funzioni alla Banca d'Italia, d'altra parte, è stata, da un punto di vista strutturale, più che altro determinata da ragioni istituzionali, legate al ruolo che storicamente questo organismo aveva svolto nel settore di sua competenza, piuttosto che da considerazioni sistematiche, come anche appare confrontando l'esperienza italiana con quella degli altri Paesi e a livello comunitario<sup>(90)</sup>, in cui la normativa di concorrenza si estende in maniera uniforme in tutti i settori, con un unico organo chiamato alla sua applicazione (Pera, 1997). Da un punto di vista "congiunturale" è stato ammesso che la scelta di "sottrarre alla generale competenza dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato il settore bancario può essere ricondotta essenzialmente alla posizione di privilegio informativo della quale gode l'organo di vigilanza, che agevola notevolmente l'analisi della concorrenza" (Lamanda, 1996).

Sono interessanti, pertanto, le conclusioni a cui giunge una approfondita analisi relativa all'applicazione delle regole di concorrenza ai settori bancario, finanziario e assicurativo (Siri, 1993) nella disciplina nazionale: "In un ordinamento, quale è quello vigente, articolato in una pluralità di organi di controllo, che governano un sistema finanziario caratterizzato da una tendenziale integrazione delle varie attività e da una progressiva concentrazione negli assetti proprietari, le competenze dell'Autorità garante della Concorrenza e del Mercato operano non solo una ulteriore segmentazione nell'esercizio della vigilanza, ma determinano anche, pur nella chiara funzione della relativa disciplina (...) una attribuzione dei compiti di *enforcement* dell'Autorità

---

(90) *La situazione comunitaria costituisce una rilevante eccezione a quanto da noi proposto poiché è direttamente l'esecutivo ad occuparsi di concorrenza attraverso uno dei commissari. Peraltro, una richiesta formale è stata avanzata nell'aprile 1996 dal Presidente dell'Autorità Antitrust italiana di separare il momento di indirizzo politico da quello dell'applicazione concreta delle regole sulla concorrenza, istituendo anche a livello europeo un'Autorità indipendente. Più in dettaglio, si propone di delegare all'eventuale nuovo organismo antitrust europeo tutta l'attività decisionale della Commissione prevista dagli articoli 85 (intese e cartelli lesivi dei diritti della concorrenza) e 86 (abuso di posizione dominante) e dal Regolamento 4064/1989 (concentrazioni); la Commissione resterebbe competente per l'applicazione delle regole di concorrenza nei confronti degli Stati membri (aiuti di Stato) e per l'esercizio dei poteri di indirizzo della politica di concorrenza (si veda Il Sole 24Ore del 30 aprile 1996).*

Antitrust in maniera differenziata e difforme tra le varie tipologie di imprese finanziarie, che pure hanno esigenza di controlli omogenei e necessità di sostanziale parità di trattamento nell'esercizio delle rispettive attività di impresa".

*La legge 1/91*

La legge 1/91, abrogata sostanzialmente dal Testo unico della finanza introduceva esplicitamente, seppur con solo riferimento agli intermediari e non al mercato, il criterio della vigilanza per finalità, precisando (art. 9, comma 1) che la vigilanza sulle società di intermediazione mobiliare<sup>(91)</sup> era esercitata dalla Consob per quanto riguarda gli obblighi di informazione e correttezza e la regolarità delle negoziazioni di valori mobiliari e dalla Banca d'Italia per quanto riguarda i controlli di stabilità patrimoniale. Tale criterio veniva peraltro stemperato dal comma 7 dell'art. 9, nel quale l'approccio per finalità era trasformato in una vigilanza per soggetti, in quanto si stabiliva che, pur restando fermi i poteri di vigilanza e di controllo cartolare previsti dalla legge, al fine di evitare duplicazioni nello svolgimento dell'attività di vigilanza, i controlli relativi agli obblighi di informazione e correttezza e alla regolarità delle negoziazioni sulle aziende di credito erano effettuati dalla Banca d'Italia su richiesta della Consob e i controlli di stabilità patrimoniale sulle Sim e sulle società fiduciarie erano effettuati dalla Consob su richiesta della Banca d'Italia. Restava in teoria ferma la facoltà per ciascuna Autorità di vigilanza, in tutti i casi in cui lo ritenesse necessario, di esercitare direttamente la vigilanza secondo le proprie competenze.

Non era invece desumibile con chiarezza una ripartizione di competenze per finalità con riferimento ai controlli sui mercati mobiliari (e quindi un'attribuzione di competenze in materia di trasparenza e correttezza alla Consob e in materia di stabilità alla Banca d'Italia), anche se la legge Comunitaria per il 1994, come vedremo in seguito, richiama il legislatore a seguire "i principi in materia di vigilanza sui mercati contenuti nella legge 1/91 (...)". Tuttavia, poteva evincersi una ripartizione mista istituzionale e per finalità, analizzando operativamente le attribuzioni di competenze contenute nel titolo II della legge 1/91. Innanzi tutto, le competenze in materia di mercati mobiliari sono attribuite in via generale alla Consob, in materia di regolamentazione e controllo della Borsa valori (indipendentemente dalla natura del valore mobiliare trattato), ad esclusione della fase finale del processo di scambio (art. 22 della legge 1/91), nella quale esiste una necessità di "intesa" fra Consob e Banca d'Italia con riferimento alla liquidazione delle operazioni e alla *clearing house*. Questo principio generale, che ripartisce le competenze in base alle "fasi" del processo di produzione consistente nello scambio organizzato di valori mobiliari, trova una rilevante eccezione in una ripartizione istituzionale, "per mercati": infatti (art. 20, comma 11) al MTS non si applicano le disposizioni dell'art. 20 della legge 1/91, in quanto soggetto ad un pregnante controllo della Banca d'Italia, in ragione dei collegamenti con le manovre di politica monetaria. Parallelamente, con riferimento ai mercati di strumenti derivati, la competenza generale della Consob trova un limite nel caso di derivati su titoli di Stato regolati dal Ministro del tesoro, ai sensi del D.P.R. 556/87. La gestione accentrata dei valori mobiliari è invece di competenza

---

(91) *Questi criteri non valgono solo per le Sim, ma anche per le banche e per le società fiduciarie.*

esclusiva della Banca d'Italia con riferimento ai titoli di Stato e della Montetitoli per quanto riguarda tutti gli altri valori mobiliari.

### *Il Testo unico bancario*

Una rilevante novità in tema di obiettivi dell'azione di vigilanza, seppur con il solo riferimento agli intermediari e non, più in generale, ai mercati, si è avuta con l'emanazione del Testo unico bancario<sup>(92)</sup>. Infatti, esso contiene un'importante novità quale la prescrizione con cui "in un'ottica di trasparenza dell'azione amministrativa, vengono espressamente dichiarati gli obiettivi che presiedono all'esercizio dei poteri di vigilanza: sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, stabilità complessiva, efficienza e competitività del sistema finanziario<sup>(93)</sup>. Si tratta di un'innovazione positiva di grande rilevanza: la chiara indicazione dei principi che ispirano l'azione delle Autorità creditizie contribuisce infatti a dare certezza agli operatori del mercato"<sup>(94)</sup>. In sostanza, l'art. 5 del testo unico "ha un contenuto programmatico, essendo preordinato a precisare le finalità dei poteri di vigilanza spettanti alle Autorità creditizie e i soggetti nei cui confronti tali poteri vengono esercitati" (*ibidem*). Al contrario, la Legge Bancaria del 1936, qualificando l'attività degli intermediari creditizi come "funzione di interesse pubblico", lasciava "impregiudicate le modalità di esercizio della supervisione, non individuandone neanche gli obiettivi. Tale neutralità funzionale comportava una polivalenza degli strumenti di controllo in essa previsti, utilizzabili per perseguire qualunque fine che si ritenesse compreso nell'interesse pubblico (stabilità, efficienza, misure di politica monetaria, programmazione economica)"<sup>(95)</sup>.

In sostanza, le Autorità creditizie (ossia, come illustrato nelle definizioni del Testo unico, il Cicer, il Ministro del tesoro e la Banca d'Italia) perseguono, nell'esercizio dell'attività di vigilanza su soggetti abilitati all'attività bancaria, obiettivi di sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, stabilità complessiva, efficienza e competitività del sistema finanziario<sup>(96)</sup>. Si noti tuttavia che manca il pur minimo riferimento esplicito a obiettivi di trasparenza e alla correttezza dei

---

(92) Decreto legislativo 385/93, "Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia".

(93) La relazione al Testo unico (art. 1) non considera invece esplicitamente un obiettivo programmatico l'aver "riguardo (...) all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia", pur citate nell'art. 5 comma 1, in quanto disposizione a carattere concretamente applicabile.

(94) Così la Relazione al Testo unico bancario (art. 1).

(95) Desario, 1996.

(96) Desario (1996) descrive sinteticamente ma in modo molto efficace i differenti obiettivi (si noti che Desario sembra sempre riferirsi all'intero sistema finanziario e non solo al settore bancario): la stabilità complessiva del sistema finanziario concerne i controlli contro i rischi che crisi di singoli intermediari si propaghino all'intero sistema finanziario, attesa la sua natura essenzialmente fiduciaria, e per tale via all'economia reale; l'efficienza riguarda la capacità di assicurare un trasferimento, a costi minimi, delle risorse finanziarie verso gli impieghi più meritevoli di affidamento; la competitività richiama l'attenzione sui profili concorrenziali interni ai mercati finanziari; la sana e prudente gestione, infine, si riferisce ad una gestione in piena efficienza funzionale e, tendenzialmente avversa a rischi eccessivi.

comportamenti: ciò sembra piuttosto peculiare alla luce dell'inserimento nel Testo unico di tutta la normativa sulla trasparenza bancaria nel titolo VI.

*Il documento Consob-Banca d'Italia del 1995*

Di importanza non secondaria nella comprensione degli obiettivi della vigilanza, anche se con riguardo ai soli mercati e non agli intermediari, è il documento elaborato congiuntamente dalla Consob e dalla Banca d'Italia nell'agosto del 1995 dal titolo "Elementi per una riforma dei mercati mobiliari" (Consob-Banca d'Italia, 1995), predisposto in preparazione del recepimento della direttiva Eurosim. Infatti il documento identifica chiaramente (e per la prima volta con una sorta di interpretazione autentica anche se non normativa) gli obiettivi della regolamentazione di un mercato mobiliare: "la trasparenza, l'efficienza, la protezione degli investitori e il controllo del rischio sistemico, (...) indipendentemente dal prodotto trattato (azioni, obbligazioni, prodotti derivati, ecc.) e dalla struttura, all'ingrosso o al dettaglio, assunta dal mercato stesso. (...) Spettano alla Consob le potestà regolamentari in materia di approvazione della microstruttura dei mercati mobiliari, nonché di trasparenza e correttezza. A questo fine deve essere attribuita alla Consob una generale potestà regolamentare su tutti i mercati mobiliari. Spettano invece alla Banca d'Italia le potestà regolamentari finalizzate al controllo del rischio sistemico, che, per i mercati mobiliari, si sostanziano nel disciplinare le modalità di liquidazione e i sistemi di garanzia". In tal modo si introduce anche per i mercati una ripartizione per finalità (trasparenza e correttezza da un lato, stabilità dall'altro) che la legge 1/91 aveva introdotto formalmente per i soli intermediari. Ad ulteriore conferma, si noti che, pur venendo ribadito il limite alla generale competenza della Consob, in tema di approvazione della microstruttura dei mercati con riferimento al MTS, nel quale "data la rilevanza che esso assume ai fini della gestione del debito pubblico e più in generale della politica monetaria, debbono essere previste specifiche attribuzioni al Ministro del tesoro e alla Banca d'Italia", si statuisce che, per il MTS, restano ferme "le competenze della Consob per quanto riguarda la correttezza e la trasparenza": viene insomma formalizzata, da parte della Consob e della Banca d'Italia, la necessità di correttezza e trasparenza anche sul MTS. Peraltro, un'ulteriore eccezione alla statuizione di una esclusiva ripartizione per finalità anche sui mercati viene espressa con riferimento "a quei mercati dove la Banca d'Italia interviene direttamente per regolare la base monetaria o che presentano un'immediata efficacia nella trasmissione degli impulsi di politica monetaria. E' il caso dei mercati all'ingrosso di titoli obbligazionari pubblici e privati" dove dovrebbe, comunque, essere previsto "il coinvolgimento della Banca Centrale nella realizzazione degli assetti organizzativi".

*La legge Comunitaria 1994 (legge 52/96)*

Il legislatore delegante della legge Comunitaria 1994 (legge 52/96) indica più chiaramente rispetto al Testo unico bancario gli obiettivi della vigilanza rispetto sia agli intermediari che al mercato.

L'occasione del recepimento della direttiva Eurosim, come si è detto, consente di individuare alcune prospettive di evoluzione dei criteri e dei modelli di regolamentazione dei mercati finanziari, così come degli attori ad essa preposti<sup>(97)</sup>.

In particolare, l'art. 21 della legge Comunitaria 1994 contiene alcuni interessanti elementi da considerare ai fini del presente lavoro<sup>(98)</sup>:

- comma 1, lett. c): si definiscono gli estremi di un modello di regolamentazione "per finalità", che deve assicurare "uniformità di disciplina in relazione ai servizi prestati". La rilevanza di quest'ultima disposizione va oltre la mera "ripartizione delle competenze tra la Banca d'Italia e la Consob", in quanto investe il problema della neutralità della regolamentazione e della vigilanza al fine di evitare comportamenti "opportunistici" da parte degli intermediari<sup>(99)</sup>. Nella stessa norma si prescrive inoltre che si evitino "duplicazioni di compiti nell'esercizio delle

---

(97) *In ogni caso, l'ambito delle modifiche alla legislazione esistente è molto rilevante e ben più ampio di quello concesso al legislatore delegato nel caso del Testo unico bancario. Innanzi tutto, in quel caso, la delega per il Testo unico, prevista dalla legge Comunitaria per il 1991, riguardava esplicitamente le materie bancarie, in quanto contenuta nel medesimo articolo (il 25) con cui si delegava il legislatore a recepire la direttiva 89/646 (cioè la seconda direttiva bancaria). Al contrario, nella legge Comunitaria 1994, la delega per la redazione dei testi unici è generale: infatti è contenuta non nell'art. 21, riguardante la direttiva Eurosim, bensì nell'art. 8 delle "disposizioni generali sui procedimenti per l'adempimento degli obblighi comunitari" (Titolo I). Tale articolo disciplina le procedure per il "riordinamento normativo nelle materie interessate dalle direttive comunitarie". Soprattutto, mentre la delega per il Testo unico bancario riguardava solo la redazione di un "testo unico delle disposizioni adottate ai sensi del comma 1 (cioè le materie di cui alla II direttiva bancaria) coordinato con le altre disposizioni vigenti nella stessa materia, apportandovi le modifiche necessarie a tal fine", al contrario la delega per il Testo unico della finanza contiene una parola in più di rilevante importanza: "integrazione". Infatti, il legislatore delegato può in tal caso non solo coordinare e modificare, ma anche e soprattutto integrare le norme vigenti in queste materie. E' possibile pertanto l'ampliamento contenutistico delle norme non solo in senso meramente formale, ma soprattutto in modo sostanziale, così da ricomprendere materie in ambiti contigui. Inoltre, a differenza del Testo unico bancario, l'ambito della delega riguarda non solo le materie di cui al comma 1 dell'art. 21 della legge Comunitaria 1994 (ossia le direttive CAD e Eurosim, oltre ai già citati criteri di delega), ma esplicitamente amplia l'ambito della delega (ai commi 3 e 4) alle sanzioni penali e amministrative e alla disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati.*

(98) *Come affermato da Draghi (1997): "il perimetro della nuova regolamentazione andrà segnato secondo il criterio oggettivo (e non soggettivo, n.d.r.) dello svolgimento di attività in strumenti finanziari: saranno quindi in esso ricompresi tutti gli intermediari e gli operatori diversi dalle banche e dalle società finanziarie (Sim, fondi comuni mobiliari e immobiliari, aperti e chiusi, società d'investimento a capitale variabile, ecc.). L'obiettivo sarà quello di addivenire, in via trasversale, a una omogeneizzazione e semplificazione della normativa vigente in tema di requisiti e procedure per la costituzione, di requisiti di professionalità e onorabilità degli esponenti aziendali e dei partecipanti, di conoscibilità degli assetti azionari, di regole di vigilanza, ecc. Eventuali previsioni speciali, relative a singole tipologie di intermediari, dovranno essere giustificate da specifiche esigenze di trasparenza e sana e prudente gestione, in relazione agli strumenti finanziari utilizzati, alla organizzazione dei mercati in cui si opera e al profilo di rischio dei servizi forniti".*

(99) *Per esempio, la trasformazione delle Sim in banche, frequentemente attuata in periodi recenti da Sim non appartenenti a gruppi bancari, potrebbe essere in taluni casi coerente con questa ipotesi. Gli intermediari, in sostanza, potrebbero "preferire" una forma giuridica diversa pur svolgendo le medesime attività.*

funzioni di controllo”, potenzialmente onerose sia per le Autorità competenti che per gli intermediari;

- comma 1, lett. d): tale norma rappresenta in primo luogo una previsione di collaborazione tra Autorità nazionali “preposte alla vigilanza sugli intermediari e sui mercati finanziari e sulle imprese assicurative”. Da tale disposizione si potrebbe pertanto evincere una ampia prescrizione a favore di un coordinamento tra le diverse Autorità competenti, al fine di evitare assenze contemporanee o duplicazioni nei controlli. Similmente, la norma dispone un analogo processo collaborativo con le omologhe Autorità sia degli altri Stati membri dell’Unione Europea che, in generale, di altri Paesi;
- comma 1, lett. f): tale norma chiarisce gli obiettivi delle Autorità competenti nell’esercizio delle rispettive funzioni: trasparenza e correttezza dei comportamenti degli intermediari, tutela degli investitori, stabilità, competitività e buon funzionamento del sistema finanziario, sana e prudente gestione degli intermediari e, infine, non discriminazione tra gli intermediari ammessi allo svolgimento di uno o più servizi di investimento. E’ da notare che in tale disposizione non vi è un esplicito richiamo alla Banca d’Italia e alla Consob quali uniche Autorità competenti: in tal senso si può non escludere un riferimento di tali obiettivi anche ad altri organismi di regolamentazione<sup>(100)</sup>. Si noti come rispetto agli obiettivi del Testo unico bancario si introducano esplicitamente e ai primi posti la trasparenza e la correttezza degli intermediari e la tutela degli investitori, che invece il legislatore del Testo unico bancario non aveva ritenuto opportuno inserire.

Con riferimento ai mercati, la legge Comunitaria (art. 21, comma 1, lett. q) stabilisce come principio e criterio direttivo quello di: “disciplinare, secondo linee e in un’ottica di semplificazione, l’istituzione, l’organizzazione e il funzionamento dei mercati regolamentati, prevedendo organismi di natura privatistica, (...) nonché disciplinare l’articolazione, le competenze e il coordinamento delle Autorità di controllo, tenendo conto dei principi in materia di vigilanza sui mercati contenuti nella legge 2 gennaio 1991 e successive modificazioni e integrazioni e nel decreto del Presidente della Repubblica 29 dicembre 1987, n. 556 e relative disposizioni attuative”. In realtà, i “principi in materia di vigilanza sui mercati” contenuti nella legge 1/91 e nel D.P.R. 556/87 non sembrano chiaramente evidenziare una ripartizione per finalità (e quindi attribuire le competenze in materia di trasparenza e correttezza alla Consob e quelle di stabilità alla Banca d’Italia) bensì, come visto precedentemente, una ripartizione mista per mercati e finalità.

#### *Il decreto Eurosim*

La soluzione prescelta dal legislatore Eurosim, nel recepire la disciplina comunitaria, sembra piuttosto ambigua nella forma rispetto sia alla legge delega, sia alla pur confusa definizione della (quasi del tutto) abrogata legge 1/91. Innanzi tutto, è possibile identificare alcuni obiettivi della vigilanza con riferimento agli intermediari (art. 4 del decreto Eurosim, contenuto nel titolo I,

---

(100) *Inoltre, sembra interessante sottolineare che le “Autorità competenti” di cui si parla includono, per evidente analogia rispetto agli accordi a condizioni di reciprocità, le Autorità preposte alla vigilanza sugli intermediari e i mercati finanziari e sulle imprese assicurative.*

“Disciplina delle attività e delle imprese di investimento”) e ai mercati (artt. 50 e, in parte, 52, contenuti nel titolo III, “Disciplina dei mercati”).

E’ singolare che gli obiettivi dell’azione di vigilanza sugli intermediari siano statuiti in modo leggermente diverso dalla legge delega. Infatti, nel decreto Eurosim, “l’attività di vigilanza ha per scopo la trasparenza e correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, avendo riguardo alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario” (art. 4, comma 1)<sup>(101)</sup>. Si delineerebbero quindi due obiettivi intermedi (la “trasparenza e correttezza dei comportamenti dei soggetti vigilati” e “la sana e prudente gestione” dei medesimi), perseguendo i quali sembra che si debbano raggiungere gli obiettivi finali (“avendo riguardo”, e non, quindi, come scopo immediato, alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario) (Pontolillo, 1997).

La legge Comunitaria, invece, pone tutti gli obiettivi sullo stesso piano (peraltro con il “riguardo” omogeneo tra tutti) e considera un ulteriore obiettivo dell’azione di vigilanza che invece il legislatore delegato sembra essersi dimenticato: la “non discriminazione tra gli intermediari ammessi allo svolgimento di uno o più servizi di investimento”. La portata pratica di questa “dimenticanza” del legislatore delegato è di dubbia valutazione, vista l’efficacia programmatica delle norma, che peraltro non per questo è priva di concreta operatività giuridica. Infatti, l’uso dei poteri di vigilanza per scopi diversi da quelli fissati dall’ordinamento, che si aggiungono o specificano le regole generali sull’azione amministrativa poste in primo luogo dall’art. 97 della Costituzione, ma anche dalla legge 241/90, determina l’illegittimità dell’atto adottato (AA.VV., 1997): la restrizione degli obiettivi del legislatore delegato in tal senso può diventare molto pericolosa.

Una rilevante innovazione del legislatore delegato è quella della mancata attribuzione esplicita degli obiettivi e competenze alle Autorità di vigilanza. Infatti, come visto in precedenza, l’art. 9 della legge 1/91 statuiva esplicitamente il principio della vigilanza per finalità su tutti gli intermediari, mobiliari e bancari, attribuendo alla Consob la vigilanza sugli obblighi di informazione e correttezza e la regolarità delle negoziazioni di valori mobiliari e alla Banca d’Italia i controlli di stabilità patrimoniale. Il testo del decreto Eurosim non riprende questo principio generale, in quanto dopo aver definito l’attività di vigilanza rimanda alle “materie di rispettiva competenza” (cfr. artt. 26-27-29) che non vengono però mai esplicitamente definite. Solo in un caso è desumibile un’attribuzione di competenze differenziate, peraltro con ampie zone di

---

(101) In AA.VV. (1997) si descrive il principio della trasparenza come finalizzato ad assicurare al mercato condizioni di veridicità, chiarezza e completezza delle notizie a esso fornite dai soggetti vigilati; il principio della correttezza, invece, esige l’adozione di regole di comportamento che garantiscano l’imparzialità e l’assenza di conflitti di interesse nell’operato dei soggetti vigilati; il principio della sana e prudente gestione impone una valutazione adeguata dei rischi patrimoniali nel perseguimento del profitto; infine il principio della tutela degli investitori ricomprende in sé tutte quelle regole, quali, in particolare quelle di trasparenza e correttezza, che, in ultima analisi, sono a presidio di tutti gli investitori, professionali e non. Peraltro, l’efficienza del sistema finanziario, presente nella legge delega, viene sostituita dal suo “buon funzionamento” e viene introdotta la non discriminazione tra gli intermediari ammessi allo svolgimento di uno o più servizi di investimento.

sovrapposizione, quello della vigilanza regolamentare (art. 25), nel quale si definiscono i contenuti dei regolamenti di competenza della Banca d'Italia<sup>(102)</sup> e di quelli della Consob<sup>(103)</sup> che sembrano ricalcare in larga parte quelli della legge 1/91.

La mancata ripartizione esplicita delle competenze fa sì che la norma ponga i principi come generali direttrici dell'Autorità di vigilanza: in tal senso (AA.VV., 1997) potrebbe essere superata un'attribuzione delle finalità all'Autorità di vigilanza (*contra* Assogestioni, 1996) in quanto ad esempio la Banca d'Italia, nel proprio agire, dovrebbe tenere presenti non solo i principi che usualmente vengono in evidenza nelle materie di propria competenza (in particolare, la sana e prudente gestione e la stabilità del sistema finanziario), ma anche, ovviamente nella misura in cui possano rilevare nel caso concreto, le finalità di trasparenza e correttezza nei comportamenti, tipiche dei settori nei quali è chiamata ad operare la Consob. In realtà, l'attuale sistema, più che superare la ripartizione per finalità, sembra affidare la ripartizione delle competenze "alla diretta individuazione dei profili di attività dell'intermediario sottoposti a ciascuna Autorità. Con una certa approssimazione, pare possibile desumere dall'art. 25 che alla Banca d'Italia risulti affidato il compito di vigilare sui profili strutturali ed organizzativi interni del soggetto vigilato (titolari del capitale sociale, adeguatezza patrimoniale, organizzazione della gestione); mentre alla Consob appare riservata la vigilanza sulle relazioni esterne che il soggetto vigilato pone in essere (procedure relative ai servizi prestati a terzi, comportamenti con la clientela, informazione della clientela)" (Santoni, 1997).

Con riferimento ai mercati, il decreto Eurosim non esplicita in modo netto quanto richiesto, peraltro, come visto, impropriamente, dalla legge delega, anche se in alcuni aspetti va forse oltre la delega stessa. Infatti, il decreto dedica un articolo (il 50), intitolato "vigilanza sui mercati", alle attribuzioni generali in tema di mercati, che vengono concesse in esclusiva alla Consob che "vigila sui mercati regolamentati al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori". La Banca d'Italia, invece, non viene citata in alcuno dei quattro commi dell'articolo 50, né tanto meno esiste nel decreto un simmetrico articolo che ne enunci obiettivi generali (ad esempio di stabilità) di vigilanza sui mercati. "Almeno da un punto di vista letterale, dunque, alla tradizionale finalità di assicurare la regolarità delle operazioni effettuate sul mercato, ora individuabile nell'ordinato svolgimento delle negoziazioni, si aggiungono quelle della trasparenza e della tutela degli investitori" (Conti, 1997) anche se in realtà già presenti come obiettivi dell'azione di vigilanza: "è pacifico, infatti, che la finalità di assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni contiene in sé, come nessi inseparabili, le altre due; in altre parole, non poteva, e non può ora, ipotizzarsi un andamento ordinato delle negoziazioni che si svolgono

---

(102) *La Banca d'Italia disciplina l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio, le partecipazioni detenibili, l'organizzazione amministrativa e contabile, i controlli interni, le modalità di deposito e subdeposito degli strumenti finanziari e del denaro di pertinenza della clientela, e così via.*

(103) *La Consob disciplina: le procedure anche di controllo interno, relative ai servizi prestati e la tenuta delle evidenze degli ordini impartiti e delle operazioni effettuate; il comportamento da osservare nei rapporti con la clientela con particolare riguardo alla minimizzazione dei conflitti di interesse; gli obblighi informativi seppur nella sola attività di negoziazione.*

sui mercati regolamentati senza un adeguato livello di trasparenza e di protezione degli investitori” (Conti, 1997).

Restano, in linea con gli eventuali principi desumibili dalla legge 1/91, alla Banca d’Italia, d’intesa però con la Consob, le attribuzioni in materia di compensazione e liquidazione e di *clearing house*. La ripartizione “istituzionale” (con riferimento ai mercati) è evidente con riguardo ai mercati già esistenti, dove la generale competenza della Consob trova un limite rispetto al MIF-MTO e soprattutto al MTS: infatti, l’approvazione del progetto di trasformazione di tali mercati in Spa spetta al Ministero del tesoro, sentite la Banca d’Italia e la Consob (art. 57, comma 2); l’autorizzazione e l’approvazione del regolamento per il MTS spetta al Ministero del tesoro, sentita la sola Banca d’Italia (art. 57, comma 5); l’approvazione dei regolamenti e l’autorizzazione per il MIF-MTO spettano alla Consob, d’intesa con la Banca d’Italia (art. 57, comma 6).

#### *Il Testo unico della finanza*

Il Testo unico della finanza chiarisce gli obiettivi della regolamentazione e le competenze delle Autorità di vigilanza con particolare riferimento alla disciplina degli intermediari; con riguardo ai mercati, in mancanza di esplicite disposizioni-quadro, gli obiettivi della vigilanza e la ripartizione delle competenze saranno con certezza desumibili in chiave interpretativa ovvero attraverso le prassi operative delle Autorità medesime.

Con riferimento agli intermediari, l’art. 5, comma 1, del Testo unico conferma gli stessi obiettivi previsti dal decreto Eurosim. L’innovazione introdotta dal legislatore del Testo unico rispetto al suddetto decreto risiede nella chiara attribuzione di obiettivi di vigilanza alla Banca d’Italia e alla Consob: la Banca d’Italia (comma 2) “è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale”; la Consob (comma 3) “è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti”. Peraltro, detti obiettivi non coincidono completamente con quelli del comma 1. Infatti, mentre la finalità della trasparenza e correttezza dei comportamenti è direttamente associata alla Consob, l’obiettivo della “sana e prudente gestione” dei soggetti abilitati non è direttamente attribuito alla Banca d’Italia, traducendosi operativamente nell’attribuzione alla medesima del perseguimento del contenimento del rischio e della stabilità patrimoniale<sup>(104)</sup>.

Con riguardo alla vigilanza sui mercati regolamentati, il Testo unico esplicita la competenza generale della Consob al fine di assicurare la trasparenza, l’ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori (art. 74). Non vi è una attribuzione diretta alla Banca d’Italia per profili di stabilità dei mercati, che si evince peraltro dalle disposizioni in materia di sistemi di garanzia dei contratti e di compensazione, liquidazione e garanzia delle operazioni su strumenti finanziari: la Banca d’Italia ha in questi campi competenza primaria, da esercitare di intesa con la Consob. Profili

---

(104) *Va notato come il legislatore del Testo unico in generale anteponga la Banca d’Italia alla Consob nel caso di competenze congiunte, seguendo presumibilmente un criterio di ordine alfabetico (ad esempio, art. 4 commi 2,3, 5; art. 5, commi 4 e 5; art. 7, comma 1; art. 8 comma 1; art. 77, comma 1, etc.). In alcuni casi, peraltro, l’ordine è invertito (ad esempio art. 82, commi 1 e 2), ingenerando il dubbio di una implicita gerarchia tra le Autorità in quelle circostanze.*

di stabilità emergono invece chiaramente con riferimento ai mercati all'ingrosso di titoli di Stato, per i quali "ferme restando le competenze della Consob (...), la Banca d'Italia vigila (...), avendo riguardo all'efficienza complessiva del mercato e all'ordinato svolgimento delle negoziazioni" (art. 76)<sup>(105)</sup>. Qualora si ritenga che la Consob conservi le generali attribuzioni di vigilanza anche sui mercati all'ingrosso dei titoli di Stato, si potrebbero avere problemi di coordinamento non solo per il dubbio contenuto giuridico del concetto di efficienza complessiva del mercato, ma anche a motivo della sovrapposizione esplicita delle competenze delle due Autorità di vigilanza in materia di ordinato svolgimento delle negoziazioni (art. 76, comma 1). Una singolare "distrazione" dal principio della vigilanza per finalità emerge dall'art. 77, con riferimento ai controlli sui sistemi di compensazione, liquidazione e garanzia, che sono esercitati dalla Banca d'Italia e dalla Consob senza una esplicita attribuzione della competenze.

Riguardo ai mercati non regolamentati, la Consob è l'unica Autorità competente, con il solo fine della tutela degli investitori. Peraltro, la Consob deve, nell'emanazione dei suoi provvedimenti, sentire la Banca d'Italia quando riguardano scambi all'ingrosso di titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi dai titoli di Stato, nonché scambi di strumenti di mercato monetario e di strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, su tassi di interesse e valute. La competenza è direttamente assegnata al Ministero del tesoro, sentite la Banca d'Italia e la Consob, nel caso di scambi all'ingrosso di titoli di Stato. Con riferimento agli scambi di fondi interbancari, introdotti per la prima volta dall'art. 79 del Testo unico, viene invece applicato un modello di regolamentazione per mercati, attribuendo alla Banca d'Italia la vigilanza sull'efficienza e sul buon funzionamento degli stessi.

Infine, non è chiaro il modello seguito nel caso della vigilanza sulle società di gestione accentrata (art. 82), per la quale si prevede che "la Consob e la Banca d'Italia vigilano sulle società di gestione accentrata al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinata prestazione dei servizi e la tutela dell'investitore". La mancata ripartizione delle competenze potrebbe anche in questo caso generare problemi di coordinamento, anche se si può osservare come gli obiettivi citati rilevino maggiormente a fini generali di trasparenza.

*La legge Comunitaria 1995-97 (legge 128/98)*

La legge Comunitaria 1995/97, per quanto interessa in questa sede, delega il Governo a recepire la direttiva 95/26/CE (cosiddetta direttiva BCCI). L'art. 33, comma 1 della citata legge introduce il concetto di "imprese finanziarie", che ricomprende banche, società di intermediazione mobiliare, organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e, soprattutto, imprese di assicurazione. Il medesimo articolo dispone il rafforzamento della vigilanza prudenziale in "tutto il settore dei servizi finanziari", che *a fortiori* include quindi i servizi offerti dalle imprese assicurative.

---

(105) *I profili di stabilità dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato emergono chiaramente dall'attribuzione al Ministro del tesoro, sentite la Banca d'Italia e la Consob, della potestà di disciplina e autorizzazione e di approvazione dei regolamenti.*

*Il progetto di riforma della Costituzione*

La Commissione bicamerale per le riforme istituzionali<sup>(106)</sup> aveva approvato, in data 30 giugno 1997, un progetto di legge di revisione della Costituzione, nel quale (art. 82) si enunciava che “per lo svolgimento di attività di garanzia o di vigilanza su determinate materie la legge può istituire apposite Autorità. Il Senato della Repubblica elegge a maggioranza dei tre quinti dei suoi componenti i titolari delle Autorità di garanzia e di vigilanza. La legge ne stabilisce la durata del mandato, i requisiti di eleggibilità e le condizioni di indipendenza nello svolgimento delle funzioni”; nello stesso tempo, la Commissione aveva deciso “di accantonare la questione della disciplina costituzionale della Banca d’Italia”<sup>(107)</sup>. Successivamente, la Commissione ha approvato un testo definitivo (in data 4 novembre 1997), che ha introdotto un articolo specifico sulla Banca d’Italia e ha modificato quello sulle Autorità di garanzia: in particolare, l’articolo 109 statuisce che “per l’esercizio di funzioni di garanzia o di vigilanza in materia di diritti e libertà garantiti dalla Costituzione la legge può istituire apposite Autorità. Il Senato della Repubblica elegge a maggioranza dei tre quinti dei suoi componenti i titolari delle Autorità di garanzia e di vigilanza. La legge ne stabilisce la durata del mandato, i requisiti di eleggibilità e le condizioni di indipendenza. Le Autorità riferiscono alle Camere sui risultati dell’attività svolta”. L’art. 110 stabilisce che “la Banca d’Italia svolge le sue funzioni in materia monetaria e di vigilanza sul sistema creditizio in condizioni di autonomia e indipendenza”.

E’ da notare come l’art. 109, se traslato ai mercati finanziari, correttamente non esprima una scelta definitiva rispetto a un modello di vigilanza, demandando quest’ultima al legislatore ordinario. Di converso, l’art. 110 contraddice alla precedente impostazione, ove attribuisce ad una sola individuata istituzione l’intera vigilanza sul sistema creditizio, con ciò esplicitamente optando per l’ormai superato modello istituzionale.

#### IV. UNA PROSPETTIVA DI RIFORMA DELLA REGOLAMENTAZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO

##### IV.1 L’IPOTESI DI RIFORMA

In questa sezione del lavoro cercheremo di trarre alcune conclusioni sulla base delle analisi condotte nei precedenti capitoli, con il fine di giungere a delineare le linee generali di un nuovo sistema di vigilanza e regolamentazione.

La necessità di “un disegno di riforma che miri a creare i presupposti per regolamentare, in una visione unitaria, i fenomeni creditizi e finanziari relativi ai diversi comparti del mercato (attività

---

(106) La “Commissione parlamentare per le riforme costituzionali” (cosiddetta Commissione bicamerale) è stata istituita con legge Costituzionale 1/97 al fine di elaborare “progetti di revisione della parte II della Costituzione, in particolare in materia di forma di Stato, forma di governo e bicameralismo, sistema delle garanzie”.

(107) Resoconto sommario del 26 giugno 1997.

bancaria, di borsa e assicurativa)” veniva ribadita sul piano pratico già all’inizio di questo decennio dai lavori della Commissione Sarcinelli (Ministero del tesoro, 1991), che elaborò un’ipotesi di legge delega con la quale si sarebbe dovuto attuare, alla luce del recepimento della II direttiva bancaria, un riordino “secondo il principio di concorrenza” delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, bancaria e non bancaria, attraverso l’emanazione di uno o più Testi unici (art. 2 dello schema di legge delega).

Anche l’attuale legislatore sembra conscio di questa situazione di asimmetria e asistematicità e ha tentato dapprima di riordinare la legislazione in materia bancaria con il Testo unico bancario; successivamente, ha proposto un riordino, al momento apparentemente accantonato, delle Autorità indipendenti<sup>(108)</sup>, e, con la legge Comunitaria 1994, ha consentito la redazione di uno o più Testi unici in materia di finanza.

La nuova “via trasversale (...) alle regole di vigilanza” era contenuta, in embrione, nella legge delega, che, come visto nel precedente capitolo, sembra riferire i tre obiettivi della vigilanza, inclusa la concorrenza, all’intero settore finanziario.

Già con il Testo unico della finanza, il legislatore avrebbe potuto quindi cominciare a delineare un riordino delle competenze tra le varie Autorità di vigilanza, comprese l’Isvap e la Commissione di vigilanza sui fondi pensione, ma, come illustrato in precedenza, ciò non è avvenuto.

Esisterebbe un’altra “opportunità” legislativa per iniziare a tratteggiare un disegno organico di riassetto degli organi di vigilanza, fornita dalla legge Comunitaria 1995-1997: da un lato, il Governo è delegato a emanare entro un anno (entro maggio 1999) “disposizioni integrative e correttive” (art. 1, comma 5) del Testo unico bancario, che non era ricompreso per intero nella delega per il Testo unico sulla finanza; dall’altro (art. 33), al fine di rafforzare la vigilanza prudenziale in “tutto il settore dei servizi finanziari”, il Governo è delegato a emanare uno o più decreti legislativi per adeguare ai principi e alle prescrizioni della direttiva 95/26/CE “la normativa nazionale delle imprese finanziarie: banche, società di intermediazione mobiliare, organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e imprese di assicurazione”. Infine, come in precedenti leggi comunitarie, il Governo è comunque delegato ad emanare, entro un anno, Testi unici, anche se “compilativi”, coordinando le norme vigenti nelle stesse materie delle direttive da recepire ed “apportandovi le integrazioni e modificazioni necessarie” (art. 10).

In tale contesto, si potrebbe delineare un riordino degli assetti regolamentari del sistema finanziario italiano, che potrebbe articolarsi secondo un’ipotesi di percorso che qui di seguito viene tracciata, in linea con l’orientamento già espresso in Berlanda (1996b)<sup>(109)</sup>, Consob (1998a)<sup>(110)</sup> e,

---

(108) *Si vedano: Presidenza del Consiglio dei Ministri, Dipartimento per la Funzione Pubblica, Autorità amministrative indipendenti, Documento di discussione per il Consiglio dei Ministri del 26.5.95; disegno di legge 2157/95 di iniziativa governativa sulle “Misure di razionalizzazione della finanza pubblica”.*

(109) *“In astratto sul mercato finanziario potrebbero essere sufficienti un’Autorità a presidio della stabilità del sistema e della sana e prudente gestione degli intermediari (indipendentemente dalla loro matrice bancaria, mobiliare o assicurativa), un’Autorità a tutela del corretto funzionamento del sistema e*

in parte, in Taylor (1997): la ripartizione delle competenze dovrebbe essere effettuata secondo un principio “per finalità”, in senso stretto, evitandone stemperamenti che indebolirebbero i controlli, avendo come oggetto l’intero mercato finanziario, bancario, mobiliare e assicurativo (vita). Questo orientamento è stato recentemente sostenuto anche da rappresentanti dell’attuale esecutivo: il Ministro del tesoro, in un suo intervento, ha sottolineato che “vi è da chiedersi se la sempre più stretta integrazione tra attività di credito, d’investimento e assicurativa, sotto il profilo sia dei soggetti sia delle strategie di impresa, non renda necessario riassumere in un testo unico tutte le discipline della intermediazione creditizia, finanziaria e assicurativa”<sup>(111)</sup>.

Nella prassi applicativa internazionale, una struttura regolamentare che ricomprenda l’intero mercato finanziario, compreso quello assicurativo, si ritrova sia nella già citata riforma inglese, sia nella proposta di riforma del sistema australiano che prevede anche una ripartizione delle competenze delle Autorità per finalità, escludendo, come nel Regno Unito, la Banca Centrale dai controlli di microstabilità sugli intermediari<sup>(112)</sup>.

Si potrebbe prevedere l’attribuzione degli obiettivi della tutela del risparmio<sup>(113)</sup> a tre distinte Autorità indipendenti: l’Autorità per la stabilità del sistema finanziario<sup>(114)</sup>; l’Autorità per la

---

*della trasparenza e regolarità del comportamento degli intermediari (di nuovo senza distinzioni soggettive) e, infine, l’Autorità che presidia la competitività dell’intero sistema economico a tutela della concorrenza tra gli intermediari stessi”.*

(110) *“In termini di assetti generati dalla regolamentazione dei controlli sui mercati finanziari, considerando le convergenze verso l’integrazione delle diverse attività finanziarie e degli stessi intermediari, l’approccio per finalità sembra essere più consono oltre che più efficiente rispetto al più tradizionale approccio istituzionale. A tal proposito si può rilevare come l’approccio alla regolamentazione per finalità potrebbe prevedere la presenza di tre distinte Autorità di vigilanza, che presidino i diversi obiettivi della regolamentazione finanziaria (e quindi non solo mobiliare ma anche bancaria e assicurativa) (...). Non sarebbe logicamente difficile associare ad ogni categoria di obiettivi un organo di vigilanza”.*

(111) *Ciampi, C. A., intervento all’assemblea annuale Abi, 24 giugno 1998.*

(112) *Nel progetto di riforma australiano si prevede la coesistenza di quattro Autorità di supervisione dei mercati finanziari: la Reserve Bank of Australia, competente in materia di politica monetaria, stabilità sistemica e sistema dei pagamenti (quest’ultimo regolamentato, peraltro, non direttamente dalla Banca Centrale, ma dal Payments System Board, membri del quale sono comunque il Governatore e il Vicegovernatore); la Australian Prudential Regulation Commission, competente in materia di regolamentazione di stabilità e prudenziale su banche, assicurazioni, fondi pensione e altri intermediari; la Corporation and Financial Services Commission, competente in materia di trasparenza dei mercati, tutela degli investitori e controllo sulle società; la Australian Competition and Consumer Commission, competente in materia di concorrenza.*

(113) *Stabilità del mercato e degli intermediari, sana e prudente gestione degli intermediari; trasparenza del mercato e correttezza dei comportamenti degli intermediari e tutela degli investitori; competitività nel sistema finanziario.*

(114) *L’Autorità per la stabilità, seguendo il modello inglese e australiano, potrebbe non coincidere con la Banca Centrale.*

trasparenza del mercato e degli intermediari e la tutela degli investitori; l'Autorità per la concorrenza.

L'Autorità per la stabilità dovrebbe avere competenze in tema di supervisione della stabilità dell'intero mercato finanziario e degli intermediari finanziari sia bancari, sia mobiliari, sia assicurativi<sup>(115)</sup> (autorizzazioni, albo, vigilanza informativa, regolamentare e ispettiva sugli intermediari e sui gruppi, con riguardo alla stabilità, crisi degli intermediari). Con riferimento alla stabilità dei mercati, tale Autorità avrebbe la supervisione in materia di compensazione e liquidazione dei valori mobiliari e di *clearing house*; inoltre, avrebbe la vigilanza sui mercati all'ingrosso di strumenti finanziari, con particolare riferimento a quelli di titoli di Stato.

L'Autorità per la trasparenza del mercato e degli intermediari e la tutela degli investitori avrebbe competenze, simili a quelle che ha attualmente la Consob, in tema di trasparenza e correttezza degli intermediari e dei mercati, ampliate però con riferimento a tutte le attività di intermediazione finanziaria degli intermediari mobiliari, assicurativi (vita) e bancari (compresa la disciplina e i controlli in tema di trasparenza delle condizioni contrattuali). Inoltre, ad essa spetterebbero le competenze in materia di pubblicità ingannevole degli intermediari finanziari. Infine, alla medesima competerebbero i controlli di trasparenza (compresa la disciplina dell'*insider trading* e delle offerte pubbliche di acquisto e di vendita, la sollecitazione del pubblico risparmio) su tutti i mercati mobiliari, inclusi quelli all'ingrosso di titoli di Stato.

L'Autorità per la concorrenza vigilerebbe sulla normativa in tema di intese, abusi di posizione dominante e concentrazioni relativamente a intermediari bancari, mobiliari e assicurativi. Potrebbe essere previsto, in alcuni casi, un parere non vincolante dell'Autorità sulla stabilità. In realtà, l'Autorità per la concorrenza potrebbe occuparsi della materia in modo trasversale per l'intero sistema economico e, non solo, quindi per il mercato finanziario, in tal modo coincidendo con l'attuale Autorità garante della concorrenza e del mercato *ex* legge 287/90.

Come abbiamo accennato in precedenza, il problema principale della vigilanza per finalità è quello delle possibili duplicazioni nell'attività di vigilanza. A tale proposito, vorremmo ricondurci a proposte quali quelle delineate nel rapporto Corrigan<sup>(116)</sup> ovvero dalla Commissione Sarcinelli sulla riforma del sistema finanziario (Ministero del tesoro, 1991) prevedendo una "Commissione per la vigilanza sul sistema finanziario", che dovrebbe coadiuvare il Ministro del tesoro, cui spetterebbe l'alta vigilanza nelle materie della raccolta del risparmio, dell'esercizio del credito e delle altre attività finanziarie. Tale Commissione potrebbe essere composta dal Ministro stesso, dal Direttore Generale del tesoro, dal Governatore della Banca Centrale, dai Presidenti delle Autorità indipendenti preposte rispettivamente alla stabilità, alla trasparenza e alla concorrenza. La Commissione consentirebbe il coordinamento tra le Autorità e la risoluzione, attraverso l'intervento dell'organo di indirizzo politico, di eventuali controversie tra le medesime. La Commissione

---

(115) *Con riferimento alle sole assicurazioni vita.*

(116) *Si evidenziava in tale sede, all'interno del progetto regolamentare esposto, la necessità della creazione di un "Consiglio di vigilanza sui servizi finanziari" (Corrigan, 1988).*

sarebbe infine il luogo deputato all'attività propositiva e consultiva in tema di normazione sui mercati finanziari.

Resterebbe centrale il ruolo del Cicr, a cui dovrebbero essere trasferite, nell'ambito del riordino normativo in materia di intermediari, anche assicurativi, le competenze spettanti ad altri comitati interministeriali. Sarebbe peraltro opportuno consentire ai Presidenti delle tre Autorità di assistere, senza diritto di voto, alle riunioni del Cicr nelle quali si discuta di materie di loro competenza. Corrispondentemente, dovrebbero essere trasferite al Ministro del tesoro e alle Autorità le competenze in materia di assicurazioni vita attualmente spettanti al Ministro dell'industria, come ipotizzato nel parere della VI Commissione, Finanze, della Camera dei Deputati, sul disegno di legge Comunitaria 1995-1997.

Le tre distinte Autorità indipendenti dovrebbero essere caratterizzate da omogenee procedure istitutive, di funzionamento e di finanziamento, nonché da simili attribuzioni di poteri, pur nella specificità delle loro competenze.

#### IV.2 LE CARATTERISTICHE DI INDIPENDENZA DELLE AUTORITÀ DI VIGILANZA

##### *La "costituzionalizzazione"*

L'indipendenza delle Autorità è una delle condizioni necessarie, anche se non sufficienti, per il loro efficace funzionamento. Garantire l'indipendenza è però un problema complesso, le cui soluzioni sono molto articolate. La garanzia assoluta per l'indipendenza dovrebbe consistere in un riconoscimento delle tre Autorità tale da evitare un'influenza del potere politico che condizioni le loro decisioni, pur in presenza di controlli, che dovrebbero permanere, sulla gestione finanziaria e di relazioni annuali al Parlamento. Tale garanzia potrebbe consistere nel riconoscimento da parte di normative di rango superiore a quelle ordinarie che affermino le prerogative delle Autorità stesse.

La costituzionalizzazione delle Autorità indipendenti trova fautori sia in senso generale, sia con riferimento a singole Autorità. Peraltro, riprendendo e ampliando Predieri (1997)<sup>(117)</sup>, la costituzionalizzazione delle Autorità indipendenti sarebbe già implicita, con riferimento alla tutela del risparmio, in quanto l'art. 47 della Costituzione, attribuendo alla Repubblica e non alla legge (come invece in altri articoli) la tutela del risparmio e i poteri di disciplina, coordinamento e controllo (di indirizzo quindi) dell'esercizio del credito, consente che vi sia un'Autorità indipendente dal governo e che gli indirizzi del Parlamento espressi con legge siano eventuali (e non necessari come invece lo sono, ad esempio, per l'art. 41, comma 3).

Al contrario, Pericu (1996) sottolinea la necessità di una costituzionalizzazione delle tre Autorità indipendenti di garanzia ovvero degli obiettivi della loro azione: ciò trova fondamento nell'"ammissione che oggi le Autorità amministrative indipendenti si trovano in una situazione tendenzialmente incostituzionale (...). Una futura ipotetica norma costituzionale dovrebbe sicuramente individuare i settori in cui si possono istituire Autorità indipendenti, definire i loro rapporti nei confronti della legge e del potere esecutivo, precisando anche (in relazione a tale

---

(117) *Predieri si riferisce alla sola Banca d'Italia.*

definizione) i procedimenti di nomina degli organi e i meccanismi attraverso i quali si accertano le responsabilità - anche politiche - dei componenti degli organi stessi”.

In tal senso, potrebbe essere opportuna la “costituzionalizzazione” delle Autorità di vigilanza in questione. Tale processo potrebbe avvenire in due modi.

Nell’un caso, attraverso l’inserimento esplicito, in sede di eventuali revisioni della Carta Costituzionale, nell’art. 47, che la tutela del risparmio è garantita dall’Autorità per la stabilità, da quella sulla trasparenza e da quella sulla concorrenza. L’articolo potrebbe in sostanza nominare le tre Autorità rimandando alla legge la disciplina organizzativa delle stesse sul modello dell’attuale art. 100, che delega il legislatore, con riferimento al Consiglio di Stato e alla Corte dei Conti, ad assicurare “l’indipendenza dei due istituti e dei loro componenti di fronte al Governo”. In sostanza, l’art. 47 potrebbe direttamente recare un secondo comma che reciti: “L’Autorità per la stabilità del sistema finanziario, l’Autorità per la trasparenza del mercato e degli intermediari e la tutela degli investitori e l’Autorità per la concorrenza vigilano sul mercato e sugli intermediari finanziari. La legge provvede al loro ordinamento, ne determina le attribuzioni e l’organizzazione e assicura l’indipendenza dei tre istituti e dei loro componenti di fronte al Governo”. D’altra parte, sarebbe auspicabile che le tre Autorità di vigilanza sui mercati finanziari debbano essere caratterizzate da procedure di creazione, attribuzioni, poteri e finanziamento simili: dovrebbero quindi essere fissati dalla legge alcuni elementi strutturali per un modello comune di tali Autorità (Amorosino, 1995).

Nell’altro caso, una possibilità di “costituzionalizzazione” potrebbe essere quella dell’inserimento nella norma costituzionale non delle tre Autorità, bensì dei loro obiettivi o delle loro competenze: in tal senso, si potrebbe esplicitare nell’art. 47 che gli obiettivi della tutela del risparmio sono la stabilità, la trasparenza e la concorrenza, così da conferire un rango superiore alle normative di tutela.

L’indipendenza dei tre organismi di garanzia, peraltro, necessita di essere specificata anche sotto altri profili oltre che quello meramente di principio (costituzionale). In tal senso, esaminiamo alcune altre caratteristiche funzionali che le Autorità dovrebbero avere con riferimento all’indipendenza. Riprendiamo e modifichiamo, quindi, con riguardo alle sole tre Autorità di garanzia sul mercato finanziario e alle caratteristiche connesse con l’indipendenza, la proposta di articolato di Franchini (1996) che tendeva alla regolamentazione di tutte le Autorità di primo livello, cioè di Autorità indipendenti che “devono svolgere funzioni di disciplina e di protezione di interessi collettivi in settori socialmente rilevanti, garantiti a livello costituzionale”.

#### *Le procedure di nomina e di scioglimento*

A nostro parere, le Autorità di garanzia del mercato finanziario non dovrebbero avere alcun “collegamento genetico” con il Governo, com’è, invece, attualmente per alcune Autorità<sup>(118)</sup>, in quanto l’indipendenza dovrebbe essere anche “temporale”, tale cioè da rendere potenzialmente possibile che, in diversi momenti istituzionali, le nomine siano le stesse. La soluzione delle nomine tramite i presidenti delle Camere potrebbe, quindi, essere la più equa e, nei casi attualmente in vigore, è stata “fino ad ora positiva, tenuto anche conto che l’attribuzione delle nomine ai presidenti

---

(118) *Si veda la tavola 2.*

delle Camere era stata concepita in un'epoca nella quale vigeva la consuetudine costituzionale della appartenenza di queste due cariche una alla maggioranza ed un'altra alla opposizione, mentre esprimiamo dubbi che questo positivo giudizio possa permanere una volta venuta meno quella consuetudine" (Caianiello, 1997): infatti, quest'ultima circostanza potrebbe politicizzare troppo la nomina. Sarebbe allora preferibile una nomina diretta da parte del Presidente della Repubblica<sup>(119)</sup>, che è necessariamente, per il suo meccanismo di nomina<sup>(120)</sup>, la carica istituzionale espressiva del maggiore consenso possibile. Potrebbe non essere inopportuno, vista la necessità di nomine di un elevato tecnicismo, oltre che di indiscussa autorevolezza, che la scelta possa avvenire tra terne di candidati proposti dagli stessi Presidenti delle Camere e/o dal Cicr. Inoltre, alcune terne di membri potrebbero essere proposte dalle associazioni di categoria, in qualche modo riconosciute dagli organismi di vigilanza<sup>(121)</sup>, che rappresentano i soggetti a carico dei quali potrebbe gravare il finanziamento delle Autorità (vedi *infra*). Si potrebbe comunque prevedere un parere delle competenti Commissioni Parlamentari, seppur non vincolante: altrimenti, si ricadrebbe nelle eccessive interferenze politiche, con un parere che di fatto potrebbe essere espressione di accordi politici e non tecnici.

Qualora fosse accolto il principio, proposto dal già citato progetto di legge costituzionale elaborato dalla Commissione Bicamerale, secondo il quale le nomine dei titolari delle Autorità di garanzia sono di spettanza del solo Senato<sup>(122)</sup>, comunque ci sembrerebbe opportuno che tali nomine avvengano sulla base di terne come sopra individuate.

La scelta dovrebbe naturalmente avvenire tra persone dotate di eccezionali requisiti di competenza, professionalità e indipendenza. Cassese (1995) ricorda come "condizioni essenziali per il riconoscimento alle Autorità indipendenti di una posizione particolare (...) sono, da un lato, la qualità della scelta dei componenti, dall'altro la loro saggezza e il loro *self-restraint*". Le attribuzioni e competenze "quasi giurisdizionali" delle Autorità potrebbero far propendere per nomine differenziate per competenze, ad esempio prevedendo, seguendo Franchini (1996), che il presidente delle Autorità, ovvero alcuni membri, siano scelti tra ex giudici della Corte Costituzionale, Presidenti o ex Presidenti della Corte di Cassazione, del Consiglio di Stato o della Corte dei Conti. Gli altri membri dovrebbero comunque essere scelti tra quelli di cui sopra e tra professori universitari delle materie concernenti l'ambito di competenza delle Autorità stesse e altri professionisti esperti nelle suddette materie.

---

(119) *Negli Stati Uniti la nomina dei Commissari delle Autorità è in genere presidenziale, con l'assenso del Senato (Amato, 1996).*

(120) *Ciò varrebbe sia con le attuali modalità di nomina, sia con un'eventuale elezione a suffragio universale.*

(121) *Il riconoscimento avrebbe la finalità di evitare la proliferazione delle associazioni di categoria nei casi di loro poteri effettivi quali, appunto, proposte di nomina.*

(122) *Peraltro, la maggioranza dei soli tre quinti potrebbe non essere sufficiente a garantire l'indipendenza dei titolari delle Autorità.*

Si dovrebbe, infine, affrontare il problema se sia possibile lo scioglimento delle Autorità. Amato (1996) non esclude che proprio l'indipendenza delle Autorità possa far mancare una previsione di scioglimento, sul modello della Corte Costituzionale. Peraltro, qualora si decida per il mantenimento dell'opzione di sciogliere l'Autorità per "impossibilità di funzionamento o continuata inattività"<sup>(123)</sup>, il procedimento di scioglimento dovrebbe comunque essere omogeneo e simmetrico a quello di nomina.

#### *L'organizzazione*

I tre organismi potrebbero essere organizzati come Commissioni composte di 5 membri, compreso il Presidente. L'organismo monocratico, infatti, non sembra adattarsi a competenze anche sanzionatorie delle Autorità, che rendono più opportuno un modello collegiale. Il numero di membri pari a 5, omologo del resto a quello prescelto già per Consob e Antitrust, garantisce, senza composizioni eccessivamente numerose e onerose, la contemporanea presenza di professionalità diverse, necessarie vista la complessità dei compiti; potrebbero essere previste anche deleghe ai singoli componenti per ambiti funzionali.

La durata dell'incarico potrebbe essere di 7 anni, che corrispondono all'attuale durata dei membri dell'Autorità Antitrust. Berlanda (1996a) giudica infatti, con riferimento alla Consob, che 5 anni di carica siano "un periodo relativamente breve", che dovrebbe essere allungato perché più esso è lungo "più pone al riparo dalle incertezze, dalle aspettative e dalle lusinghe" (Cassese, 1994).

L'incarico dovrebbe essere non rinnovabile al fine di evitare identificazioni eccessive tra i commissari e l'Autorità e rendere meno praticabili, seppur sempre possibili, fenomeni di *capture* da parte degli interessi controllati<sup>(124)</sup>.

Soprattutto, sarebbe opportuna una *rolling nomination*, così che ogni anno scada solamente un membro dell'Autorità: naturalmente le nomine iniziali potrebbero essere differenziate per raggiungere a regime questo risultato. La *rolling nomination* eviterebbe anche eventuali problemi di *prorogatio*.

#### *L'incompatibilità*

I membri delle Autorità sarebbero in condizioni di incompatibilità con qualunque tipo di attività professionale, e, se dipendenti pubblici, sarebbero posti fuori ruolo. Non irrilevante è il problema, che può sembrare marginale, delle incompatibilità anche successive alla scadenza dell'incarico. La "cattura" del controllore da parte del controllato potrebbe infatti avvenire non durante il mandato, ma con una "ricompensa" *ex post*, attraverso incarichi di vario tipo. Per evitare tale commistione "ritardata", la soluzione potrebbe consistere, come già attuato dalla legge 481/95, nel prescrivere ai componenti delle Autorità, che, per almeno 4 anni dalla cessazione dall'ufficio,

---

(123) *E' questa la formula usata per la Consob nella legge 216/74.*

(124) *Cassese (1995) ricorda come il declino della qualità dei componenti delle Independent Regulatory Agencies, negli anni '40 e '50, portò alla loro capture da parte degli interessi controllati, fenomeno registrato anche nel rapporto consegnato a Kennedy, nel 1960, da John Landis, presidente della SEC.*

essi non possano intrattenere, direttamente o indirettamente, rapporti di collaborazione, di consulenza o di impiego con le imprese operanti nei settori di competenza<sup>(125)</sup>. Tale soluzione, peraltro, deve essere messa in correlazione con il problema delle nomine: infatti, un periodo di incompatibilità *ex post* così lungo renderebbe scarsamente praticabile la nomina di commissari direttamente provenienti dal mercato, i quali alla scadenza non potrebbero tornarvi per molto tempo e, quindi, difficilmente accetterebbero l'eventuale incarico.

Resta inoltre il dubbio che la pericolosità di commistioni possa aversi anche a livello di dipendenti delle stesse Autorità a cui quindi potrebbe essere esteso il divieto. La prospettiva esattamente opposta, peraltro, si ha in molte Autorità di vigilanza di Paesi esteri, nei quali si riconosce che l'elevato tecnicismo delle materie richiede personale altamente qualificato che non può non provenire dall'industria stessa: in tal senso può essere incentivata la mobilità, favorendo i contratti a tempo determinato così da garantire elevati *standard* professionali sia nelle Autorità che nell'industria, seppur a rischio di commistioni.

#### *Il finanziamento*

Il tema del finanziamento delle Autorità è piuttosto complesso e ne accenniamo in questa sede con riferimento alle sole problematiche relative all'indipendenza.

Il finanziamento delle attuali Autorità è piuttosto eterogeneo (Valensise, 1996). La Banca d'Italia è indirettamente finanziata dal *taxpayer* a causa della condizione di "monopolista" per la creazione di moneta, che le consente di emettere passività finanziarie con tasso di interesse nullo; peraltro, la Banca d'Italia utilizza parte di queste risorse nell'esercizio dei poteri di politica monetaria, di *lender of last resort* e a sostegno del tasso di cambio<sup>(126)</sup>. La Consob fino al bilancio 1994 era stata interamente finanziata da un fondo stanziato a tale scopo nel bilancio dello Stato, iscritto nello stato di previsione della spesa del Ministero del tesoro, mentre ora il finanziamento è parzialmente assicurato dal "mercato" attraverso corrispettivi istruttori, corrispettivi per la partecipazione a esami e contributi di vigilanza. L'Autorità Antitrust è finanziata interamente da un fondo stanziato a tale scopo nel bilancio dello Stato, iscritto nello stato di previsione della spesa del Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato. Le entrate dell'Isvap sono costituite, in modo quasi esclusivo, dal gettito del contributo di vigilanza a carico delle imprese di assicurazione. La Commissione di vigilanza sui fondi pensione è finanziata in parte attraverso un contributo statale e in parte mediante un versamento annuale a carico dei fondi pensione.

---

(125) *La violazione di tale divieto è punita, salvo che il fatto costituisca reato, con una sanzione pecuniaria pari, nel minimo, alla maggiore somma tra 50 milioni di lire e l'importo del corrispettivo percepito e, nel massimo, alla maggiore somma tra 500 milioni di lire e l'importo del corrispettivo percepito. Una simile normativa impone ai membri dell'Autorità per l'informatica nella pubblica amministrazione di astenersi dall'operare nei settori produttivi dell'informatica nei due anni successivi alla cessazione dell'incarico.*

(126) *Inoltre la Banca d'Italia devolve allo Stato una cospicua parte degli eventuali utili, una volta distribuiti i dividendi ai partecipanti e destinate percentuali degli utili a fondi di riserva.*

La dottrina (Cassese, 1994, con riferimento alla Consob), sottolinea come il finanziamento a carico statale implica una dipendenza finanziaria dell'Autorità dallo Stato che potrebbe in tal senso trasformarsi in influenza sulle decisioni: da qui la generale affermazione che l'autonomia finanziaria aumenterebbe l'indipendenza delle Autorità (Nardozi e Vaciago, 1994). Peraltro, le modalità concrete di "imposizione" sono variabili. Pur se con riferimento alla Consob, Visentini (1995) propone un'imposta distribuita sugli operatori secondo la presunta utilizzazione dei servizi forniti dall'Autorità, anche se questo, ammette, comporta il controllo parlamentare con la legge finanziaria che autorizza la percezione del tributo e quindi la discussione pubblica annuale sulle necessità di finanziamento, sulla dimensione dell'organismo, sulla compatibilità dei suoi costi a fronte dell'efficienza dei suoi servizi.

In sostanza, l'"autofinanziamento" (che è poi in realtà un eterofinanziamento) delle Autorità potrebbe consentire un'espansione senza controllo dell'attività delle Autorità medesime a carico di soggetti terzi. In questo senso, Sarcinelli (1996), con riferimento alla Consob, sostiene che l'autofinanziamento "ha contribuito, se possibile, a rendere il meccanismo istituzionale ancora meno controllato: in passato era l'assegnazione di bilancio a stabilire i limiti dell'attività; in futuro ciò non sarà più vero con vantaggio per l'autonomia e per la visibilità dell'agenzia. Tuttavia poiché i "tassati" non avranno - e giustamente - nessuna possibilità di "votare" i programmi dei nuovi controllori, si dà luogo a un classico esempio di *taxation without representation*. Sembra preferibile il meccanismo di finanziamento della SEC che continua a transitare per il Tesoro".

In realtà, esistono motivazioni a sostegno della tesi che l'indipendenza finanziaria delle Autorità possa non aumentare con un finanziamento eteronomo. Da un lato, il finanziamento, anche parziale, a carico del mercato, renderebbe "essenziale il controllo (...) degli operatori tenuti alle contribuzioni", come recentemente ribadito dal Ministro del tesoro (Ministero del tesoro, 1998). Dall'altro, al di là del problema della coercizione e della riscossione del pagamento, una fissazione del finanziamento, ad esempio attraverso una percentuale del fatturato, rende le entrate congiunturali e dipendenti dall'andamento dell'industria. Paradossalmente, si potrebbero avere entrate minori proprio nei momenti di difficoltà dell'industria, quando l'Autorità dovrebbe vigilare al meglio, e entrate maggiori nei momenti favorevoli; questo problema sarebbe più contenuto, peraltro, qualora le entrate fossero collegate a variabili non strettamente congiunturali (quali contribuzioni legate all'esercizio di un'attività).

In sostanza, si potrebbe ipotizzare un finanziamento in parte attuato con un trasferimento a carico dello Stato e in parte a carico del mercato, con modalità che ne evitino il controllo parlamentare.

In ogni caso, pur in presenza di un finanziamento eteronomo, non sembrerebbe venir meno la necessità di un controllo della magistratura contabile sulla modalità di spesa. Peraltro, come sottolineato nella Relazione annuale della Consob per il 1995, "l'attuale struttura dei controlli appare relativamente limitativa dell'autonomia della Consob in materia di amministrazione e di spesa. Si tratta di un sistema che, quando venne concepito, non poteva prevedere l'evoluzione (...) verso una regolamentazione indipendente dall'esecutivo. In via generale si può notare che, mano a mano che le Autorità di regolamentazione acquistano caratteri di autonomia e funzioni più ampie, si evidenzia un potenziale contrasto con la prassi e i metodi di norma applicati dagli organi di controllo nei confronti degli apparati amministrativi più tradizionali. Da tale situazione emerge la

necessità della ricerca di nuovi equilibri”. Quasi a risposta di queste critiche si pone la nuova disciplina recata dalla legge 20/94 che introduce il controllo di gestione successivo da parte della Corte dei Conti sulle amministrazioni pubbliche: tale disciplina comporta il superamento, fatte salve le eccezioni espressamente previste nella legge stessa, di modelli del controllo successivo vigenti anteriormente<sup>(127)</sup>. L’applicazione pratica di questa normativa comporta che l’acquisizione dei rendiconti delle Autorità di garanzia potrà essere richiesta sui bilanci che, in base al programma annuale, l’Ufficio del controllo della Corte dei Conti riterrà di controllare. A tale controllo di gestione, a nostro parere, quindi, le Autorità di garanzia dovrebbero anche in futuro essere assoggettate: “proprio in ragione della sua natura, infatti, esso non presuppone l’inerenza soggettiva alla Pubblica amministrazione degli apparati inclusi, ma serve a garantire l’uso efficiente delle risorse da parte di qualunque apparato pubblico, sia esso amministrativo o meno” (Amato, 1996).

#### *Il controllo giurisdizionale*

In generale, Franchini (1996) vorrebbe attribuire alle Autorità indipendenti “potestà normative, amministrative e semicontenziose e, in particolare, poteri di vigilanza, di indagine, di raccomandazione, di proposta, di decisione individuale, di richiesta di notizie e di documenti e di sanzione”.

Con riferimento ai poteri sanzionatori, per quanto qui rileva (cioè l’indipendenza), è forse superfluo sottolineare come la sottoposizione eccessiva degli atti delle Autorità ad un sindacato giurisdizionale esterno indebolirebbe la credibilità e, per tale, via l’indipendenza delle Autorità. In tal senso, il doppio grado di appello sulle decisioni (Tar e Consiglio di Stato), attualmente vigente per alcune Autorità indipendenti, sembra forse superfluo. Da un lato, in queste materie le competenze tecniche sono fondamentali (questo è uno dei motivi per la creazione delle Autorità) e quindi dovrebbero almeno esservi magistrati specializzati. Dall’altro, si potrebbe evitare il doppio grado ricordando che oltre all’anomalia a livello europeo (Pera, 1997), le Autorità sono esse stesse giudici e un triplo grado di giurisdizione appare tale da penalizzare la tutela di quegli interessi generali che in campo economico e soprattutto finanziario necessitano di rapidità. D’altra parte, le Autorità indipendenti sembrano essere nate come alternativa all’affidamento al giudice di talune funzioni (Cassese, 1995 e 1996): sembrerebbe peculiare che possano essere sottomesse interamente ad esso. Lo stesso Consiglio di Stato (Pera, 1997) ha ammesso in modo significativo che l’Autorità garante della concorrenza e del mercato è “un organo dotato di specifica competenza e collocato dalla legge in una posizione di imparzialità assimilabile a quella del giudice”. Non sembrerebbe,

---

(127) *Ad esempio, con riferimento alla Consob, “l’art. 1, comma 7, della legge 20/94, nell’introdurre una forma generalizzata di controllo su tutte le amministrazioni pubbliche, ha abrogato la precedente normativa in materia, compreso quindi l’art. 3, comma 4, della legge 281/85 che disciplinava il controllo a consuntivo sui rendiconti della Consob; pertanto, dopo l’entrata in vigore della citata legge 20/94, l’attività del suddetto ente è soggetta al solo controllo successivo sulla gestione, da effettuare con le modalità e le procedure previste nell’art. 1, comma 7, con esclusione di ogni possibilità di applicare, anche in via meramente integrativa, la precedente disciplina, verificandosi altrimenti una irrazionale ed ingiustificata duplicazione dei controlli” (Corte dei Conti, 1996).*

quindi, inopportuno un unico grado di giurisdizione sugli atti delle Autorità affidato eventualmente ad una “Corte di Giustizia delle Autorità” specializzata<sup>(128)</sup>.

## V. CONCLUSIONI

Abbiamo accennato, nell’introduzione, al vivace dibattito sulla regolamentazione e sui controlli del sistema finanziario. In seguito, abbiamo illustrato le diverse opzioni che la teoria ha elaborato per la supervisione dei mercati e degli intermediari finanziari. Abbiamo poi sottolineato come il venir meno dei confini tra i diversi segmenti - bancario, mobiliare e assicurativo - renda opportuno un approccio al mercato finanziario di tipo integrato, che comprenda ad esempio anche gli intermediari assicurativi del ramo vita: un approccio integrato rende ormai di dubbia praticabilità la scelta di modelli di vigilanza per soggetti o per mercati, vista l’incerta identificabilità dei diversi intermediari e dei diversi strumenti, e sfavorirebbe forme di arbitraggio tra soggetti che potrebbero, altrimenti, scegliere forme giuridiche diverse per svolgere la stessa attività. Questo dibattito teorico fa da sfondo alla situazione italiana, caratterizzata da un approccio “misto”: per finalità e istituzionale.

Le dinamiche suddette tendono a generare, almeno sul piano teorico, situazioni di inefficacia e/o inefficienza nell’attività di vigilanza, a motivo di più fenomeni: i *trade off* che si possono avere tra obiettivi di stabilità e di concorrenza ovvero di stabilità e di trasparenza, qualora presidiati dalla stessa Autorità; la discriminazione tra intermediari, che pur svolgendo le stesse attività, possono essere sottoposti a regole diverse a seconda della tipologia; le sovrapposizioni tra le Autorità di vigilanza e i relativi costi; infine, la “disordinata” attribuzione di competenze tra organismi di indirizzo politico e tecnico.

La necessità di “un disegno di riforma che miri a creare i presupposti per regolamentare, in una visione unitaria, i fenomeni creditizi e finanziari relativi ai diversi comparti del mercato (attività bancaria, di borsa e assicurativa)” veniva ribadita sul piano pratico già all’inizio di questo decennio dai lavori della Commissione Sarcinelli (Ministero del tesoro, 1991), che infatti elaborò un’ipotesi di legge delega con la quale si sarebbe dovuto attuare, alla luce del recepimento della II direttiva bancaria, un riordino “secondo il principio di concorrenza” delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, bancaria e non bancaria, attraverso l’emanazione di uno o più Testi unici (art. 2 dello schema di legge delega).

In tale prospettiva, abbiamo provato a delineare un riordino degli assetti regolamentari del sistema finanziario italiano, che potrebbe articolarsi secondo una ripartizione delle competenze “per finalità”, avendo come oggetto l’intero mercato finanziario (bancario, mobiliare e assicurativo vita).

---

(128) *In tal senso la proposta di integrazione al progetto elaborato dalla Commissione bicamerale, presentata dal gruppo di lavoro composto da Amato, Cassese, Guarino, Padoa-Schioppa, Predieri e Scognamiglio (Aspen Institute Italia, 1997).*

Abbiamo così previsto l'attribuzione degli obiettivi della tutela del risparmio<sup>(129)</sup> a tre distinte Autorità di vigilanza: l'Autorità per la stabilità del sistema finanziario; l'Autorità per la trasparenza del mercato e degli intermediari e la tutela degli investitori; l'Autorità per la concorrenza. Si è inoltre prevista una "Commissione per la vigilanza sul sistema finanziario", che dovrebbe svolgere funzioni di coordinamento, e, tra l'altro, dirimere eventuali conflitti tra le Autorità. In linea con il recente dibattito sulla riforma della Costituzione, si sono individuate alcune caratteristiche funzionali (nomine, organizzazione, finanziamento e controlli) che dovrebbero uniformare le tre suddette Autorità verso una loro tipizzazione, al fine di garantire l'efficacia della loro azione, nel perseguimento di un interesse collettivo eventualmente costituzionalizzato.

---

(129) *Stabilità del mercato e degli intermediari, sana e prudente gestione degli intermediari; trasparenza del mercato e correttezza dei comportamenti degli intermediari e tutela degli investitori; competitività nel sistema finanziario.*

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., 1996, «Commentario del decreto legislativo Eurosim», MF, Milano.
- Allen F. e Santomero A., 1997, "The Theory of Financial Intermediation", *Journal of Banking and Finance*, n. 11.
- Allen F. e Gale D., 1997, "Innovations in Financial Services, Relationships and Risk Sharing", dattiloscritto.
- Amato G., 1996, "Le Autorità indipendenti", dattiloscritto.
- Amorosino S., 1995, "Le amministrazioni di regolazione dei mercati finanziari e della concorrenza: gli elementi strutturali per un modello comune", *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, n. 1.
- Aspen Institute Italia, 1997, "Proposte di emendamento al testo della Commissione Bicamerale", 29 luglio.
- Assogestioni, 1996, "Decreto legislativo 415/1996: un commento preliminare", *Quaderni di documentazione e ricerca*, n. 15.
- Banca d'Italia, 1989, "Intermediazione finanziaria non bancaria e gruppi bancari plurifunzionali", *Tema di discussione*, n. 113.
- Banca d'Italia, 1998, Relazione Annuale per l'anno 1997.
- Bassi F. e Merusi F. (a cura di), 1993, «Mercati e Amministrazioni indipendenti», Giuffrè, Milano.
- Berlanda E., 1996a, "Le Autorità indipendenti nei sistemi finanziari ed economici", *Rivista Bancaria*, n. 1.
- Berlanda E., 1996b, "Consob: le fondamenta dell'indipendenza", *Impresa e Stato*, n. 35.
- Bruni F., 1993, "Sui rapporti fra politica monetaria, regolamentazione finanziaria e vigilanza: fra macro e microeconomia", *Ricerca di base*, Università Bocconi, n. 6.
- Cafagna L. e Sciolli S., 1996, "Ruolo e responsabilità delle istituzioni: L'Autorità Antitrust", in AA.VV., «Quali banche in Italia? Mercati, assetti proprietari e controlli», Edibank, Milano.
- Caianiello V., 1997, "Le Autorità indipendenti tra potere politico e società civile", dattiloscritto.
- Carlini V. e Di Noia C., 1997, "L'impatto del decreto eurosim sulle banche: prime considerazioni", *Quaderni dell'Istituto per l'Enciclopedia della Banca e della Borsa*.
- Cassese S., 1994, "La Consob e i poteri indipendenti", in Consob, *Bollettino*, edizione speciale, n. 3.
- Cassese S., 1995, "Le Authority in Italia e lo strapotere dei giudici", *Italia oggi*, 18 novembre.
- Cassese S., 1996, "Poteri indipendenti, Stati, relazioni ultrastatali", *Il Foro Italiano*.
- Castaldi G., 1995, "Il riassetto della disciplina bancaria: principali aspetti innovativi", *Quaderni di ricerca giuridica*, Banca d'Italia, n. 36.
- Ciampi C.A., 1987, "Indagine conoscitiva sull'evoluzione del sistema e dell'ordinamento bancario e finanziario", *Bollettino Economico*, Banca d'Italia, n. 8.
- Ciocca, P., 1997, "E' la mancanza di concorrenza che frena l'efficienza allo sportello?", *Il Sole 24 Ore*, 20 marzo.
- Coffee J., 1995, "Competition versus Consolidation: the Organizational Structure in Financial and Securities Regulation", *Business Lawyer*, n. 2.
- Consob, 1998a, "La regolamentazione dei mercati finanziari: problemi attuali e prospettive future", *Quaderni di Finanza*, n. 23.
- Consob, 1998b, "Lavori preparatori per il Testo unico della finanza: servizi e strumenti di impiego del risparmio", *Quaderni di Finanza*, n. 28.
- Consob, 1998c, Relazione per l'anno 1997.
- Consob e Banca d'Italia, 1995, "Elementi per una riforma dei mercati mobiliari", in *Bollettino Economico*, Banca d'Italia, n. 25.
- Conti C., 1997, Commento all'art. 50, in Capriglione F. (a cura di), «La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari», Cedam, Padova.
- Corrigan G., 1988, "La struttura del mercato finanziario: un approccio di lungo periodo", Centro A. Beneduce, Roma.
- Corte dei Conti, 1996, Sezione controllo, 8 febbraio, in *Rivista della Corte dei Conti*, n. 1.
- Cotula F. (a cura di), 1989, «La politica monetaria in Italia», Il Mulino, Bologna.
- Cukierman A., 1994, «Central Bank Strategy, Credibility, and Independence», The MIT Press, Cambridge.
- Cuocolo F., 1996, "Risparmio e credito nella Costituzione italiana", *Economia e diritto del terziario*, n. 3.
- Dale R., 1997, "Reorganizing the regulation industry", *Financial Regulation Report*, n. 2.

- Desario V., 1996, "Il testo unico delle leggi bancarie e creditizie e il nuovo ruolo della vigilanza" in Ferro-Luzzi P. e Castaldi G., «La nuova legge bancaria», Giuffrè, Milano.
- Dewatripont M. e Tirole J., 1998, «La regolamentazione prudenziale delle banche», Editoriale Grasso, Bologna.
- Di Giorgio G. e Di Noia C., 1998, "La regolamentazione degli intermediari finanziari", Introduzione a Dewatripont M. e Tirole J..
- Di Noia C. e Macchiati A., 1996, "Poche obbligazioni, poco flottante, molti intermediari: profili economici e regolamentari di tre problemi della finanza in Italia", *Banca, Impresa e Società*, n. 2.
- Di Noia C. e Piatti L., 1996, "Verso il testo unico del mercato finanziario", dattiloscritto.
- Di Pasquali F., Sabatini G. e Zanolì C., 1997, "Il mercato secondario delle obbligazioni (Mot): analisi e proposte per la sua rivitalizzazione", *Bancaria*, n. 2.
- Draghi M., 1995, "Il processo di riforma dell'ordinamento finanziario: dal testo unico bancario al testo unico della finanza", *Bancaria*, n. 9.
- Draghi M., 1997, "La riforma dei mercati mobiliari e il testo unico della finanza", *Bancaria*, n. 7-8.
- Fazio A., 1996, "L'arte del banchiere centrale", *Bollettino Economico*, Banca d'Italia, n. 27.
- Franchini C., 1996, "Proposta di norme sulle Autorità indipendenti", *Giornale di diritto amministrativo*, n. 5.
- Franks J., Schaefer S. e Staunton, M., 1997, "The Direct and Compliance Costs of Financial Regulation", *Journal of Banking and Finance*, n. 11.
- Giavazzi F., 1997, "Quale Banca d'Italia", *Corriere della Sera*, 26 maggio.
- Gobbo F. 1997, Relazione al convegno "La riforma dei mercati mobiliari italiani: il decreto di recepimento della direttiva Eurosim e il testo unico della finanza", Associazione Borsisti M. Fanno, Roma, 14 gennaio.
- Goodhart C., 1987, "Why do Banks Need a Central Bank?", *Oxford Economic Papers*, n. 39.
- Goodhart, C., 1988, "The Costs of Regulation", in Seldon, A. (a cura di), «Financial Regulation or Over-Regulation?», Institute of Economic Affairs, London.
- Goodhart C., 1989, «Money, Information and Uncertainty», MacMillan, London .
- Goodhart C., 1996, "An Incentive Structure to Financial Regulation", *Special Paper*, LSE Financial Markets Group, n. 88.
- Goodhart C. e Shoenmaker D. (1992), "Institutional Separation between Supervisory and Monetary Agencies", *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, n. 9-12.
- Gorton G., 1985, "Banking Theory and Free Banking History", *Journal of Monetary Economics*, n. 16.
- Isvap, 1998, Rapporto sull'attività dell'Istituto nell'anno 1997.
- Kopcke R. e Randall R., 1991, "The Financial Condition and Regulation of Insurance Companies", Federal Reserve Bank of Boston.
- Lamanda C., 1996, "L'attività di vigilanza", in Ferro-Luzzi P. e Castaldi G., «La nuova legge bancaria», Giuffrè, Milano.
- Liera M., 1997, "Se il rendimento non è confrontabile", *Il Sole 24Ore*, 20 aprile.
- Marchetti D., 1986, Audizione per l'"Indagine conoscitiva sull'evoluzione del sistema e dell'ordinamento bancario e finanziario", Camera dei Deputati.
- Masera R., 1997, "Saggi di finanza", *Il Sole24 Ore*, Milano.
- Messori M., 1997, "Per stabilità e concorrenza servono due arbitri distinti", *Il Sole 24 Ore*, 30 maggio.
- Merton R., 1992, "Operation and Regulation in Financial Intermediation: a Functional Perspective", *Harvard Graduate School of Business Working Paper*, n. 93-020.
- Merton R. e Bodie Z., 1995, "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment", in AA. VV., «The Global Financial System, A Functional Perspective», Harvard Business School Press, Cambridge.
- Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato 1997, Relazione sullo stato della politica assicurativa, anno 1996.
- Ministero del tesoro, 1991, «Per un'ipotesi di legge delega», IPZS, Roma.
- Ministero del tesoro, 1998, Osservazioni sulla relazione della CONSOB per l'anno 1997, Camera dei Deputati, Doc. XXVIII, n. 3, Roma.
- Nardozi G., 1997, "In primo piano la vigilanza", *Il Sole 24Ore*, 30 maggio.
- Nardozi G. e Vaciago G. (a cura di), 1994, «La riforma della Consob nella prospettiva del mercato mobiliare europeo», Il Mulino, Bologna.

- North D., 1990, «Institutions, Institutional Change and Economic Performance», Cambridge University Press, Cambridge.
- Oldfield, G. S. e Santomero, A. M., 1995, “The Place of Risk Management in Financial Institutions”, Wharton Financial Institution Center Working Paper, n. 5.
- Onado M., 1992, «Economia dei sistemi finanziari», Il Mulino, Bologna.
- Padoa-Schioppa T., 1988, “Sistema finanziario e regolamentazione”, *Bollettino Economico*, Banca d’Italia, n. 11.
- Padoa-Schioppa T., 1997, «Il governo dell’economia», Il Mulino, Bologna.
- Pagnoni E. e Piatti L., 1997, “Gestione di patrimoni e tutela degli investitori”, *Quaderni di finanza*, Consob, n. 19.
- Pera A., 1997, “Autorità di Garanzia, Autorità di Regolazione e tutela della concorrenza”, *Economia Pubblica*, n. 4.
- Pericu G., 1996, “Brevi riflessioni sul ruolo istituzionale delle Autorità amministrative indipendenti”, *Diritto Amministrativo*, n. 1.
- Piatti L. e Susi N., 1997, “Struttura dell’industria, assetti proprietari e profili di informativa: un’analisi dei fondi comuni di investimento italiani”, *Quaderni di Finanza*, Consob, n. 22, vol. II.
- Pontolillo V., 1997, “Commento all’art. 4”, in Capriglione F. (a cura di) «La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari», Cedam, Padova.
- Predieri A., 1993, «Il nuovo assetto dei mercati finanziari e creditizi nel quadro della concorrenza comunitaria», Giuffrè, Milano.
- Predieri A. 1996, «Il potere della banca centrale: isola o modello?», Passigli Editori, Firenze.
- Predieri A. (a cura di), 1997, «Le Autorità Indipendenti nei sistemi istituzionali ed economici», Passigli Editori, Firenze.
- Rotondo G., 1996, “L’attribuzione alla Banca d’Italia di poteri in materia di tutela della concorrenza (ex art. 20 della legge 10 ottobre 1990, n. 287) alla luce dell’evoluzione normativa del settore creditizio”, *Rivista di Diritto dell’Impresa*, n. 2.
- Ruta G., 1969, “Tutela del risparmio e controllo dell’esercizio del credito: dettato costituzionale e recenti problematiche”, *Banca Borsa e Titoli di Credito*, n. 1.
- Sangiorgio G., 1997, “L’ISVAP e le altre Amministrazioni indipendenti”, in Predieri A., 1997 (a cura di).
- Santoni G., 1997, Commento all’art. 4, in Campobasso G. (a cura di), «L’Eurosime. Commentario», Giuffrè, Milano.
- Sarcinelli M., 1986, Audizione per l’ “Indagine conoscitiva sull’intermediazione finanziaria non bancaria”, Senato della Repubblica.
- Sarcinelli M., 1996, “Il sistema finanziario italiano alla metà degli anni ‘90: una difficile transizione”, *Moneta e Credito*, n. 3.
- Sarcinelli M., 1997, «Capitalismo Mercati Banche», Guerini e Associati, Milano.
- Siri M., 1993, “L’applicazione delle regole di concorrenza nel settore bancario, finanziario e assicurativo”, *Banca Impresa e Società*, n. 3.
- Stiglitz J., 1993, “The Role of the State in Financial Markets”, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics.
- Taylor M., 1997, “Redrawing the regulatory map: A proposal for reform”, *Journal of Financial Regulation*, n. 1.
- Valensise P., 1996, “Il nuovo sistema di finanziamento della Consob”, *Giornale di diritto amministrativo*, n. 2.
- Visentini G., 1989, “Spunti di riflessione per il sistema finanziario italiano offerti dalla lettura dello studio di Corrigan”, *Banca Borsa e Titoli di Credito*, n. 2.
- Visentini G., 1995, “Consob: il mercato chiede tutela delle informazioni”, *Il Sole 24Ore*, 6 novembre.
- Visentini G., 1996, Audizione per l’ “Indagine conoscitiva sulla situazione industriale determinatasi nell’area di Ivrea”, Senato della Repubblica.
- White L., 1996, “International Regulation of Securities Markets: Competition or Harmonization?”, in Lo A. (a cura di), «The Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry», NBER, Cambridge.
- White L., 1997, “Technological Change, Financial Innovation, and Financial Regulation in the U.S.: the Challenges for Public Policy”, dattiloscritto.

Wilson J., 1989, «Bureaucracy», Basic Books.

Zadra G., 1995, «Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare», Giuffrè, Milano.

Zadra G., 1997, «Il peso fiscale e degli oneri impropri: urgenza di soluzioni compatibili», *Rivista Bancaria*, n. 1.

ELENCO DEI QUADERNI DI FINANZA CONSOB

- N. 1 *Insider trading e obblighi di divulgazione delle informazioni sui mercati finanziari*, di S. Barsella (giugno 1990)
- N. 2 *Interdipendenza e integrazione delle principali borse internazionali: Milano e gli altri negli anni '80*, di S. Barsella, L. Filippa, P.L. Parcu (febbraio 1991)
- N. 3 *Legge 2 gennaio 1991, n. 1 «Disciplina dell'attività dell'intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari» (Raccolta completa degli atti parlamentari)*, a cura di M. Veronesi (marzo 1991)
- N. 4 *Realtà e prospettive del mercato ristretto*, di G. D'Agostino, L. Filippa, P.L. Parcu (settembre 1991)
- N. 5 *Il sistema della revisione e certificazione dei bilanci. Attualità e ipotesi di modifica* (agosto 1992)
- N. 6 *Rapporto sulla tassazione dei capital gains*, di M. Bianchi, S. Boffano, L. Filippa, M.C. Guerra (novembre 1992)
- N. 7 *La fusione di società con azioni quotate in borsa. Aspetti giuridici*, di G.G. Moglia, R. Ristuccia (giugno 1993)
- N. 8 *Esperienze in materia di offerte pubbliche di acquisto*, Atti del convegno sull'Opa, Senato della Repubblica (maggio 1994)
- N. 9 *Privatizzazioni, mercato azionario e governo dell'impresa* (aprile 1995)
- N. 10 *Privatizzazioni e riforma del diritto societario*, Atti del convegno, Senato della Repubblica (agosto 1995)

NUOVA SERIE

- N. 11 *Documenti* Interventi del Presidente della Consob E. Berlanda: *Ruolo delle banche nella prospettiva di recepimento della direttiva comunitaria in materia di servizi di investimento*, Milano 18 settembre 1995; *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, Villa d'Este di Cernobbio 14 ottobre 1995; *La Consob e i gruppi di società*, Venezia 18 novembre 1995 (Dicembre 1995)
- N. 12 *Studi e Ricerche* *Pubblico e privato nella disciplina dei mercati mobiliari. Proposte di revisione del sistema italiano*, di M. D'Alberti (Dicembre 1995)
- N. 13 *Studi e Ricerche* *Tra regolamentazione e sviluppo: fini e modalità dell'intervento pubblico nel mercato azionario*, di S. Fabrizio e C. Scarpa (Gennaio 1996)
- N. 14 *Documenti* Interventi del Commissario della Consob A. Zurzolo: *Il ruolo del Garante del mercato dei capitali*, Roma 1 dicembre 1995; *Il ruolo della certificazione ed i mercati finanziari e mobiliari*, Milano 16 gennaio 1996; *Collegio sindacale e internal auditors*, Milano 19 aprile 1996 (Maggio 1996)
- N. 15 *Studi e Ricerche* *Assetti proprietari e struttura del settore: un'analisi delle Sim e delle fiduciarie*, di M. Bianchi, S. Fabrizio e G. Siciliano (Maggio 1996)
- N. 16 *Documenti* *L'armonizzazione delle regole contabili nella prospettiva dei mercati finanziari europei*, Atti del convegno, Università Bocconi (Agosto 1996)

- N. 17 *Documenti* Interventi del Commissario della Consob A. Zurzolo: *Corporate Governance*, Stresa 6 giugno 1996; *Collegio sindacale e società di revisione: evoluzioni e prospettive*, Torino 13 settembre 1996; *Società mercato e diritti degli azionisti: uno statuto per l'efficienza del mercato finanziario*, Milano 17 settembre 1996 (Ottobre 1996)
- N. 18 *Documenti* Interventi del Presidente della Consob E. Berlanda: *Le vicende del Gruppo Olivetti*, Camera dei Deputati, Roma 9 ottobre 1996; *Globalizzazione dei mercati e quotazione in borsa*, Villa d'Este di Cernobbio 17 ottobre 1996; *Note su una proposta di riforma del governo societario in Italia*, Pavia 18 ottobre 1996; *Le vicende del Banco di Napoli*, Senato della Repubblica, Roma 5 novembre 1996 (Novembre 1996)
- N. 19 *Studi e Ricerche* *Gestione di patrimoni e tutela degli investitori*, di E. Pagnoni e L. Piatti (Gennaio 1997)
- N. 20 *Documenti* *Il mercato degli strumenti derivati over-the-counter in Italia*, di G. Lusignani, P. Mammola e D. Sabatini (Agosto 1997)
- N. 21 *Documenti* *Il risparmio gestito in Italia - Caratteristiche generali e problemi di regolamentazione*, Intervento del Commissario della Consob M. Onado (Agosto 1997)
- N. 22 *Studi e Ricerche* *Ricerche sull'industria dei servizi mobiliari in Italia*, Atti del convegno, Università Statale di Milano (Volume I, Ottobre 1997)
- Ricerche sull'industria dei servizi mobiliari in Italia*, Atti del convegno, Università Statale di Milano (Volume II, Novembre 1997)
- N. 23 *Documenti* *La regolamentazione dei mercati finanziari: problemi attuali e prospettive future*, Atti del convegno, Senato della Repubblica, Roma 6 dicembre 1996 (Dicembre 1997)
- N. 24 *Studi e Ricerche* *Studi in materia di Opa*, di R. Di Salvo, A. Macchiati, G. Siciliano e S. Providenti (Gennaio 1998)
- N. 25 *Studi e Ricerche* *Volatilità dei titoli industriali e volatilità dei titoli finanziari: alcuni fatti stilizzati*, di M. Bagella e L. Becchetti (Gennaio 1998)
- N. 26 *Documenti* *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano*, audizione del Presidente della Consob T. Padoa-Schioppa presso la Commissione Finanze della Camera dei Deputati (Febbraio 1998)
- N. 27 *Studi e Ricerche* *Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective*, di J.R. Macey e M. O'Hara (Maggio 1998)
- N. 28 *Documenti* *Lavori preparatori per il Testo unico della finanza - Servizi e strumenti di impiego del risparmio -* (Giugno 1998)
- N. 29 *Documenti* *Lavori preparatori per il Testo unico della finanza - Diritto societario -* (Agosto 1998)
- N. 30 *Studi e Ricerche* *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, di C. Di Noia e L. Piatti (Settembre 1998)

## **LE PUBBLICAZIONI CONSOB**

- **RELAZIONE ANNUALE**

*Illustra l'attività svolta annualmente dall'Istituto e dà conto delle questioni in corso, degli indirizzi e delle linee programmatiche definite dalla Commissione nelle varie materie di competenza istituzionale.*

- **BOLLETTINO MENSILE**

*Riporta i provvedimenti e le comunicazioni interpretative della Consob nonché altre notizie di pubblica utilità sull'attività istituzionale.*

- **NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA»**

*Contiene informazioni, complementari a quelle del Bollettino, sull'attività dell'Istituto e sul mercato mobiliare.*

- **RACCOLTA NORMATIVA**

*Riporta i testi integrati e coordinati delle leggi, dei regolamenti e delle disposizioni di carattere generale della Consob che disciplinano il mercato mobiliare.*

- **QUADERNI DI FINANZA**

*Raccolgono contributi scientifici di approfondimento su materie rilevanti nell'ambito delle competenze istituzionali.*

- **CONSOBTEL**

Dal 1° aprile 1996 è attiva la banca dati telematica CONSOBTEL, che contiene tutte le pubblicazioni della Consob ed altre informazioni di pubblica utilità. CONSOBTEL è accessibile mediante il sistema di banche dati ISPOLITEL-GURITEL, distribuito dall'*Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato*. Costo abbonamento (1° gennaio - 31 dicembre 1998): Lit 250.000+Iva (due ore di franchigia; Lit 2.000/min.+Iva per tempi di connessione superiori).

Tutte le pubblicazioni Consob sono naturalmente disponibili anche in formato cartaceo. I canoni annuali di abbonamento ed i prezzi dei singoli fascicoli (ove previsti) sono i seguenti:

- RELAZIONE ANNUALE: Lit 40.000, estero: Lit 55.000.
- BOLLETTINO (abbonamento 12 numeri mensili + le varie *Edizioni Speciali*): Lit 300.000, estero: Lit 350.000; singoli numeri: Lit 30.000, estero: Lit 35.000.
- NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA» (abbonamento 50 numeri settimanali): via Postel: Lit 80.000, estero: Lit 120.000; via fax: Lit 160.000, estero: Lit 230.000.
- RACCOLTA NORMATIVA: Lit 130.000.
- QUADERNI DI FINANZA (abbonamento 6 numeri): Lit 120.000, estero: Lit 156.000; singoli numeri: Lit 24.000, estero: Lit 30.000.

Gli abbonamenti si sottoscrivono facendo pervenire l'importo esatto con assegno bancario sbarrato intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA, oppure con versamento sul c/c p. n. 387001 sempre intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA.

*Ulteriori informazioni su condizioni e modalità di abbonamento:*

**ISTITUTO POLIGRAFICO E ZECCA DELLO STATO**

 167-864035 • 06-8508.2221 • 06-8508.2149

