

**Senato della Repubblica**  
**Servizio Studi**

**Camera dei deputati**  
**Servizio Studi**



**INDAGINE CONOSCITIVA SUI  
RAPPORTI TRA IMPRESA E SISTEMA  
FINANZIARIO**

Elementi di documentazione

**XIV LEGISLATURA**  
*14 gennaio 2004*

**XIV LEGISLATURA**

**INDAGINE CONOSCITIVA SUI  
RAPPORTI TRA IMPRESA E SISTEMA  
FINANZIARIO**

Elementi di documentazione

Camera dei deputati – Servizio Studi  
Dossier Indagini conoscitive, n. 9, *14 gennaio 2004*

Senato della Repubblica – Servizio Studi  
Dossier n. 496, *gennaio 2004*

Classificazione Teseo: Indagini conoscitive – Sistema monetario, bancario e  
intermediazione finanziaria.

*Il presente dossier è stato curato dal Servizio Studi della Camera (cap. I, par. 1, 3 e cap. II), dall'Ufficio Rapporti con l'Unione europea della Camera (cap. I, par. 4) e dal Servizio Studi del Senato (cap. I, par. 2).*

---

**I dossier del Servizio Studi della Camera e del Servizio Studi del Senato sono destinati alle esigenze di documentazione interna per l'attività degli organi parlamentari e dei parlamentari. La Camera dei Deputati e il Senato della Repubblica declinano ogni responsabilità per la loro eventuale utilizzazione o riproduzione per fini non consentiti dalla legge.**

---

**FILE: FI0553**

# INDICE

## CAPITOLO I

|                                                                                                           |             |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| <b>LA VIGILANZA SUI MERCATI FINANZIARI .....</b>                                                          | <b>pag.</b> |
| <b>1. I diversi modelli di vigilanza .....</b>                                                            | <b>"</b>    |
| <b>2. Il sistema di vigilanza e controllo finanziario in Italia .....</b>                                 | <b>"</b>    |
| <b>2.1. La normativa di riferimento .....</b>                                                             | <b>"</b>    |
| <b>3. I sistemi di vigilanza nei principali ordinamenti europei .....</b>                                 | <b>"</b>    |
| <b>3.1. L'assetto della vigilanza in Inghilterra, Francia e Germania .....</b>                            | <b>"</b>    |
| <b>4. Il coordinamento delle funzioni di vigilanza sui mercati finanziari a livello comunitario .....</b> | <b>"</b>    |
| <b>4.1. Il metodo Lamfalussy .....</b>                                                                    | <b>"</b>    |
| <b>4.2. L'estensione del modello Lamfalussy al settore bancario e assicurativo .....</b>                  | <b>"</b>    |

## CAPITOLO II

|                                                                                                                                    |          |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| <b>PROFILI GIURIDICI DELL'EMISSIONE E DELLA NEGOZIAZIONE DI OBBLIGAZIONI SOCIETARIE .....</b>                                      | <b>"</b> |
| <b>1. La disciplina giuridica dell'emissione e della negoziazione di obbligazioni societarie .....</b>                             | <b>"</b> |
| <b>2. L'assetto delle competenze delle Autorità di vigilanza sull'emissione e la negoziazione di obbligazioni societarie .....</b> | <b>"</b> |



# CAPITOLO I

## LA VIGILANZA SUI MERCATI FINANZIARI

### 1. I diversi modelli di vigilanza.

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

Sotto il primo profilo, va rilevato che in tutti gli ordinamenti i sistemi di vigilanza e regolamentazione sono volti al conseguimento dei seguenti tre obiettivi fondamentali:

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

Relativamente al conseguimento dei primi due obiettivi, la classificazione dottrinale più diffusa e comprensiva individua cinque diversi modelli di supervisione e regolamentazione in campo finanziario: la "vigilanza per istituzioni", la "vigilanza per finalità", la "vigilanza per attività", la "vigilanza funzionale" e la "vigilanza accentrata".

#### *A) Modello istituzionale*

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

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

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

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

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

In secondo luogo, la limitazione delle competenze degli organismi di vigilanza a specifiche categorie di soggetti o mercati potrebbe determinare il rischio di "cattura" degli organismi medesimi, che si trasformerebbero in espressione degli stessi interessi particolari del settore rappresentato.

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

In sostanza, la dottrina prevalente osserva che l'approccio istituzionale puro, sebbene determini una semplificazione dell'assetto organizzativo e una riduzione dei costi di vigilanza, può non risultare pienamente adeguato a fronte della tendenza alla progressiva despecializzazione degli intermediari e della crescente assimilazione delle tipologie di strumenti finanziari.

### ***B) La vigilanza per finalità***

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

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

Anche il sistema in esame è stato, tuttavia, oggetto di rilievi critici.

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

In secondo luogo, il modello in parola non eliminerebbe il rischio di una carenza di controllo, ovvero di una sovrapposizione di funzioni, ove non siano chiaramente definite le sfere di competenza delle diverse Autorità in casi specifici e non siano previste efficaci procedure di coordinamento.

### *C) La vigilanza per attività*

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

Questo modello, analogamente al modello per finalità, ha il vantaggio di sottoporre a regole uniformi soggetti che, pur aventi diversa forma giuridica, esercitano la medesima attività e consente, pertanto, a ciascuna autorità di beneficiare di economie di specializzazione per il settore di propria competenza.

D'altra parte, anche con riguardo al sistema in esame, parte della dottrina osserva che esso determinerebbe, in primo luogo, la sovrapposizione di più organismi e funzioni di controllo sullo stesso soggetto che svolga attività diverse, con conseguente aumento dei costi di vigilanza per gli operatori.

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

In terzo luogo, analogamente al modello istituzionale, il controllo per attività potrebbe determinare il conflitto tra obiettivi di vigilanza diversi concentrati in capo alla medesima autorità.

Secondo parte della dottrina, un ulteriore inconveniente proprio del modello in esame consisterebbe nella sua inadeguatezza rispetto ai problemi di vigilanza non connessi all'attività, ma strettamente riconducibili alla situazione del soggetto vigilato. Si tratterebbe, in particolare, dei problemi di stabilità dell'attività bancaria tradizionale, relativamente ai quali le funzioni di vigilanza andrebbero esercitate con riguardo alle istituzioni e non con riferimento a singole operazioni. Nel contesto dell'approccio per attività, pertanto, sarebbe comunque necessario istituire un organismo che eserciti specificamente la vigilanza sulla stabilità dei soggetti.

### *D) Il modello funzionale*

Il modello "funzionale" è stato elaborato essenzialmente in via teorica ed è privo sinora di una effettiva applicazione nella prassi. Alla base di tale modello si pone la considerazione per cui le **funzioni economiche proprie dei sistemi finanziari** sarebbero "date", mentre le istituzioni finanziarie esistenti, sia operative (banche e altri intermediari) che di vigilanza e regolamentazione sono suscettibili di modificazioni a livello di struttura e di competenze. In altri termini, le "funzioni" economiche risulterebbero

più stabili delle stesse istituzioni che le esercitano e dovrebbero conseguentemente essere poste alla base dell'articolazione delle competenze di vigilanza.

L'approccio funzionale è stato generalmente richiamato per giustificare l'articolazione delle funzioni di vigilanza con riguardo alla natura delle attività svolte dagli intermediari (bancarie, mobiliari e assicurative). Così, il modello in esame ha finito con il coincidere integralmente con l'approccio per attività, in base alla considerazione per cui ciascuna tipologia di attività di intermediazione finanziaria corrisponderebbe alle funzioni economiche proprie del sistema finanziario.

### *E) La vigilanza accentrata*

Il modello di vigilanza accentrata consiste nella attribuzione ad **un'unica autorità delle competenze di controllo su tutti i mercati e su tutti gli intermediari**, indipendentemente dalla loro natura bancaria, mobiliare o assicurativa, e dai diversi obiettivi della regolamentazione.

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

Di recente, il ricorso al modello accentrato ha suscitato nel dibattito istituzionale e dottrinale un notevole interesse in considerazione della progressiva integrazione dei mercati, degli intermediari e degli strumenti finanziari. In particolare, il modello ha trovato una concreta applicazione nell'ordinamento inglese, mediante la costituzione della *Financial Services Authority* (FSA), nonché negli ordinamenti tedesco ed austriaco (*cfr. il paragrafo*).

A sostegno del modello in oggetto si è osservato, in primo luogo, che esso favorirebbe l'efficacia e l'unitarietà della supervisione sugli organismi polifunzionali e sui gruppi conglomerati, individuando altresì un unico soggetto responsabile di fronte al Parlamento e al mercato.

In secondo luogo, si è rilevato che l'accentramento delle funzioni di vigilanza consentirebbe la semplificazione e la riduzione dei costi organizzativi dell'attività di controllo.

In senso contrario al modello in esame si è osservato che la concentrazione della tutela dei distinti obiettivi della vigilanza in un solo organismo amplificherebbe il rischio di inefficienza della vigilanza nei casi in cui venissero a conflitto i diversi obiettivi perseguiti dalla vigilanza stessa. L'esistenza di un unico regolatore agevolerebbe, inoltre, la "cattura" del medesimo da parte del mercato.

## **2. Il sistema di vigilanza e controllo finanziario in Italia**

Rispetto ai modelli di vigilanza precedentemente illustrati, il sistema italiano si è tuttavia venuto strutturando in modo meno rigido.

Difatti, se alla Banca d'Italia spettano compiti generali di autorizzazione all'emissione di obbligazioni, alla Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) compete il tema della trasparenza sulle banche e le Sim - ma limitatamente al solo comparto mobiliare - ed all'Antitrust spettano i compiti per la tutela della concorrenza e del mercato, la vigilanza sugli istituti di credito, le assicurazioni ed i fondi pensione resta affidata ad autorità specializzate di settore, le quali mantengono anche i compiti relativi alla protezione dell'investitore e della concorrenza.

In particolare, mentre la vigilanza sul settore bancario rientra tra le competenze della Banca d'Italia, la vigilanza in campo assicurativo è opera dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (ISVAP). Va ricordata anche la Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP), alla quale compete la vigilanza sulle numerose casse pensioni.

## **2.1 La normativa di riferimento**

Con il D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia) la Banca d'Italia è stata individuata come l'organismo responsabile della vigilanza sull'attività bancaria.

Successivamente, con l'introduzione del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della L. 6 febbraio 1996, n. 52), è stata definita la ripartizione delle competenze e delle responsabilità tra la stessa Banca d'Italia e la Consob.

In estrema sintesi, mentre viene attribuita alla Banca d'Italia la competenza in merito al contenimento del rischio e alla stabilità patrimoniale, alla Consob viene riservata la competenza in merito alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti. Al fine di evitare una moltiplicazione di controlli eccessivamente onerosa per il soggetto controllato, è previsto che le due Autorità operino in modo coordinato e si informino reciprocamente sui provvedimenti da esse assunti e sulle irregolarità eventualmente riscontrate.

Pertanto, la Banca d'Italia disciplina l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio, le partecipazioni detenibili, l'organizzazione amministrativa e contabile, i controlli interni. Spetta, invece, alla Consob la disciplina delle procedure (anche di controllo interno) relative ai servizi prestati ed il comportamento da osservare nei rapporti con gli investitori, anche allo scopo di ridurre al minimo i conflitti di interesse e di assicurare che le gestioni individuali tengano conto delle specifiche esigenze dei singoli investitori e quelle collettive degli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR); inoltre, spetta sempre alla Consob la disciplina gli obblighi informativi nella prestazione dei servizi.

La normativa di riferimento in materia di tutela della concorrenza è la legge 10 ottobre 1990, n. 287 (Norme per la tutela della concorrenza e del mercato), istitutiva dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato - Antitrust -, che se da un lato ha riservato a tale organismo funzioni generali per la tutela della concorrenza e del mercato, dall'altro ha altresì attribuito alla Banca d'Italia i compiti di promozione e tutela della concorrenza nel settore creditizio.

### *Il Testo unico bancario (D.Lgs. n. 385/1993)*

Il D.Lgs. n. 385/1993 attribuisce l'alta vigilanza in materia di credito e di tutela del risparmio al Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR)<sup>1</sup> e disciplina i compiti di vigilanza conferiti alla Banca d'Italia<sup>2</sup> nel settore del credito.

Ai sensi dell'articolo 5, gli obiettivi della funzione di vigilanza (che si esplica nei confronti delle banche, dei gruppi bancari e degli intermediari finanziari) devono essere la sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, la stabilità complessiva, l'efficienza e la competitività del sistema finanziario, nonché l'osservanza delle disposizioni in materia creditizia.

L'attività di vigilanza della Banca d'Italia cosiddetta prudenziale, in quanto rivolta alla operatività degli enti<sup>3</sup>, si esplica sotto la triplice forma della vigilanza informativa, della vigilanza regolamentare e della vigilanza ispettiva. Essa,

---

<sup>1</sup> Il comitato è composto dal Ministro dell'economia e delle finanze, che lo presiede, dal Ministro delle attività produttive, dal Ministro per il coordinamento delle politiche agricole, dal Ministro per le infrastrutture e dal Ministro per le politiche comunitarie. Alle sedute partecipa il Governatore della Banca d'Italia. Il presidente può invitare altri ministri a intervenire a singole riunioni. Per l'esercizio delle proprie funzioni il CICR si avvale della Banca d'Italia.

<sup>2</sup> Sono organi della Banca d'Italia, in base allo Statuto, l'Assemblea generale dei Partecipanti, il Consiglio superiore ed il Governatore.

L'Assemblea generale dei Partecipanti, presieduta dal Governatore, ha tra i suoi compiti l'approvazione del bilancio.

Il Consiglio superiore è l'organo preposto all'amministrazione generale della Banca. Si compone del Governatore, che lo presiede, e dei Consiglieri eletti dalle Assemblee "locali" dei Partecipanti. Il Comitato del Consiglio superiore è un organo di emanazione del Consiglio, con funzioni consultive e amministrative.

Il Governatore rappresenta la Banca nei confronti dei terzi; ha la firma dell'Istituto; presiede l'Assemblea generale e gli altri organi sociali. Come banchiere centrale, il Governatore ha la responsabilità della politica monetaria e della vigilanza creditizia e finanziaria; è alto consulente del Governo in materia economica e finanziaria, nazionale ed estera.

La nomina e la revoca del Governatore e degli altri membri del Direttorio (composto, oltre che dal Governatore, dal Direttore generale e da due Vice direttori generali) sono deliberate dal Consiglio superiore e devono essere approvate con decreto del Presidente della Repubblica promosso dal Presidente del Consiglio dei Ministri di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentito il Consiglio dei Ministri.

<sup>3</sup> Ad essa si aggiunge la vigilanza strutturale, consistente principalmente nei controlli all'entrata, nei controlli sull'espansione delle banche e nei controlli sulla partecipazione al capitale delle banche.

inoltre, è diretta sia verso le singole banche sia verso i soggetti inclusi nella cosiddetta vigilanza su base consolidata<sup>4</sup>.

Sulla base della vigilanza informativa, le banche sono tenute ad inviare alla Banca d'Italia, con le modalità e nei termini da essa stabiliti, le segnalazioni periodiche, i bilanci nonché ogni altro dato e documento richiesto.

Anche il collegio sindacale è tenuto ad informare senza indugio la Banca d'Italia su fatti o atti, di cui venga a conoscenza, che possano costituire una irregolarità nella gestione o una violazione delle norme disciplinanti l'attività bancaria; onere analogo è poi imposto anche alle società che esercitano attività di revisione contabile presso le banche.

In base alla vigilanza regolamentare, alla Banca d'Italia è attribuito il potere di emanare delle disposizioni di carattere generale concernenti ([www.bancaditalia.it/vigilanza\\_tutela](http://www.bancaditalia.it/vigilanza_tutela)):

- l'adeguatezza patrimoniale;
- il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni;
- le partecipazioni detenibili;
- l'organizzazione amministrativa e contabile e i controlli interni.
- Inoltre, sempre nell'ambito dei suoi poteri di vigilanza regolamentare, la Banca d'Italia può:
- convocare amministratori, sindaci e dirigenti delle banche per esaminare la loro situazione;
- ordinare la convocazione degli organi collegiali delle banche, fissandone l'ordine del giorno, e proporre l'assunzione di determinate decisioni;

---

<sup>4</sup> Ai sensi dell'articolo 65, comma 1, del Testo unico bancario i soggetti nei cui confronti la Banca d'Italia esercita la vigilanza su base consolidata sono i seguenti:

- a) società appartenenti a un gruppo bancario;
- b) società bancarie, finanziarie e strumentali partecipate almeno per il 20% dalle società appartenenti a un gruppo bancario o da una singola banca;
- c) società bancarie, finanziarie e strumentali non comprese in un gruppo bancario, ma controllate dalla persona fisica o giuridica che controlla un gruppo bancario ovvero una singola banca;
- d) società finanziarie, aventi sede legale in un altro Stato comunitario, che controllano una capogruppo o una singola banca italiana, sempreché tali società siano incluse nella vigilanza consolidata di competenza della Banca d'Italia ai sensi dell'art. 69 dello stesso decreto;
- e) società bancarie, finanziarie e strumentali controllate dai soggetti di cui alla lettera d);
- f) società bancarie, finanziarie e strumentali partecipate almeno per il 20%, anche congiuntamente, dai soggetti indicati nelle lettere d) ed e);
- g) società finanziarie, diverse dalla capogruppo e dalle società indicate nella lettera d), che controllano almeno una banca;
- h) società, diverse da quelle bancarie e finanziarie, che, fermo restando quanto previsto dall'art. 19, comma 6, del decreto, controllano almeno una banca;
- i) società diverse da quelle bancarie, finanziarie e strumentali quando siano controllate da una singola banca ovvero quando società appartenenti a un gruppo bancario ovvero soggetti indicati nelle lettere d), e), g) e h) detengano, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo.

- procedere direttamente alla convocazione degli organi collegiali delle banche quando gli organi competenti non vi abbiano ottemperato;
- adottare, se necessario, provvedimenti specifici nei confronti di singole banche.

Per quanto concerne infine la vigilanza ispettiva, in base ad essa è attribuito alla Banca d'Italia il potere di effettuare ispezioni presso le banche e richiedere loro l'esibizione dei documenti e degli atti ritenuti necessari.

La norma stabilisce altresì che, in ambito comunitario, la Banca d'Italia possa richiedere alle autorità competenti di altri Stati che esse effettuino accertamenti presso le succursali di banche italiane stabilite nel territorio di tali Stati o concordare altre modalità di verifica; inoltre, a condizione di reciprocità, la Banca d'Italia può concordare con le competenti autorità di Stati extracomunitari modalità per l'ispezione di succursali di banche insediate nei rispettivi territori.

È utile sottolineare che il Testo unico bancario introduce (articolo 7, comma 5) una norma di cooperazione tra i vari organismi di vigilanza e regolazione operanti nel nostro Paese, prevedendo che la Banca d'Italia, la Consob, la COVIP, l'ISVAP e l'Ufficio italiano cambi collaborino tra loro per agevolare lo svolgimento delle rispettive funzioni, anche mediante scambio di informazioni, senza che tali organismi possano opporsi reciprocamente il segreto d'ufficio. Una norma di contenuto analogo è riproposta nel Testo unico dell'intermediazione finanziaria (articolo 4, comma 1) e nella legge di riforma sulla vigilanza nelle assicurazioni (articolo 5 bis, comma 1).

### *Il Testo unico dell'intermediazione finanziaria (D.Lgs. n. 58/1998)*

Nell'ambito dei meccanismi di vigilanza e regolazione finanziaria il D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 è intervenuto delineando i compiti attribuiti rispettivamente alla Banca d'Italia (afferenti il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale) ed alla Consob (la trasparenza e la correttezza dei comportamenti).

Il Testo unico dell'intermediazione finanziaria costituisce in particolare il quadro normativo di riferimento delle attività che fanno capo alla Consob<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> La Consob è un organo collegiale, composto da un presidente e da quattro membri nominati con decreto del Presidente della Repubblica, adottato su proposta del Presidente del Consiglio dei ministri, previa deliberazione del Consiglio stesso. I componenti sono scelti tra persone in possesso di specifiche competenze ed esperienze nonché di indiscussa moralità e indipendenza. Essi durano in carica cinque anni e possono essere confermati una sola volta. Essendo un organo collegiale, le decisioni sono assunte dalla Commissione a maggioranza dei componenti presenti. Per alcune specifiche deliberazioni è richiesta dalla legge una maggioranza rafforzata (non meno di quattro voti favorevoli).

(istituita dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, più volte modificata, e a cui nel corso degli anni si erano andate aggiungendo numerose altre disposizioni emanate con l'obiettivo di costituire mercati finanziari bene ordinati). Il Testo unico, se da un lato ha così consentito di trasporre, razionalizzare e coordinare il complesso *corpus* normativo vigente in materia di intermediari, mercati mobiliari ed emittenti quotati o che fanno appello al pubblico risparmio, dall'altro ha delineato il ruolo della Consob in materia di:

- trasparenza e correttezza dei comportamenti degli intermediari che operano in strumenti finanziari;
- trasparenza dei mercati regolamentati e ordinato svolgimento delle negoziazioni che vi si svolgono;
- efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e dei capitali;
- correttezza contabile dei bilanci societari (in particolare: impugnativa di bilancio, albo e vigilanza sulle società di revisione).

Il ruolo di garanzia svolto dalla Consob si esplica attraverso lo svolgimento congiunto della funzione di regolamentazione del mercato mobiliare e di quella di vigilanza sulla trasparenza e la correttezza di coloro che vi operano (intermediari, emittenti, gestori di mercati). La Banca d'Italia opera con funzioni analoghe, con competenze relative alla stabilità degli intermediari ed al contenimento del rischio.

Pertanto tanto la Banca d'Italia che la Consob (entrambe tenute ad operare in modo coordinato ed a darsi reciproca comunicazione dei provvedimenti assunti e delle irregolarità rilevate nell'esercizio dell'attività di vigilanza) vigilano sull'osservanza delle disposizioni che regolano le materie di competenza nei confronti dei soggetti abilitati.

I cosiddetti "soggetti abilitati" - nei cui confronti si esplica l'azione di vigilanza ai sensi del decreto - sono le imprese di investimento, le società di gestione del risparmio (SGR), le società di gestione armonizzate, le società di investimento a capitale variabile (SICAV), gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale tenuto dalla Banca d'Italia e le banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento.

Ai sensi del D.Lgs. n. 58/1998 l'attività di vigilanza svolta dalla Banca d'Italia e dalla Consob nei confronti dei soggetti abilitati può assumere la forma della vigilanza regolamentare, della vigilanza informativa e della vigilanza ispettiva.

---

Il Presidente rappresenta la Commissione, mantiene i rapporti con gli organi di Governo, con il Parlamento e con le altre Istituzioni; sovrintende all'attività istruttoria; convoca le riunioni della Commissione, stabilendone l'ordine del giorno e dirigendone i lavori; dà istruzioni sul funzionamento degli uffici e direttive per il loro coordinamento.  
L'attuale Presidente è stato nominato nel luglio 2003.

La vigilanza regolamentare attribuita alla Banca d'Italia consente all'Istituto, sentita la Consob, di emanare regolamenti concernenti:

- a) l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni, le partecipazioni detenibili, l'organizzazione amministrativa e contabile e i controlli interni;
- b) le modalità di deposito e di sub-deposito del denaro e degli strumenti finanziari di pertinenza della clientela;
- c) una serie di regole applicabili agli organismi di investimento collettivo del risparmio (cioè ai fondi comuni di investimento ed alle società di investimento a capitale variabile).

La vigilanza regolamentare della Consob si esplica invece nella emanazione di regolamenti, sentita la Banca d'Italia, riguardanti ([www.consob.it](http://www.consob.it)):

- a) le procedure, anche di controllo interno, relative ai servizi prestati e la tenuta delle evidenze degli ordini e delle operazioni effettuate;
- b) il comportamento da osservare nei rapporti con gli investitori;
- c) gli obblighi informativi nella prestazione dei servizi, nonché i flussi informativi tra i diversi settori dell'organizzazione aziendale.

Il Testo unico prevede inoltre che tanto la Banca d'Italia che la Consob, per gli ambiti di rispettiva competenza, possano convocare gli amministratori, sindaci e dirigenti dei soggetti abilitati, ordinare la convocazione degli organi collegiali fissandone l'ordine del giorno ovvero procedere direttamente alla loro convocazione.

La vigilanza informativa attribuita alla Banca d'Italia ed alla Consob consente a tali istituti, per le materie di rispettiva competenza, di richiedere ai soggetti abilitati di comunicare dati e notizie nonché di trasmettere loro atti e documenti. Uguale potere compete loro anche nei confronti della società incaricata della revisione contabile.

È altresì previsto l'obbligo, per il collegio sindacale, di informare la Banca d'Italia e la Consob di tutti gli atti o i fatti di cui venga a conoscenza che possano costituire un'irregolarità nella gestione ovvero una violazione delle norme; un obbligo analogo è posto a carico delle società incaricate della revisione contabile delle società di intermediazione mobiliare (SIM), delle società di gestione del risparmio o delle SICAV. Va tuttavia sottolineato che tali obblighi si applicano alle banche limitatamente alla prestazione dei servizi di investimento<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Ai sensi dell'articolo 1, comma 5, del Testo unico dell'intermediazione finanziaria, per «servizi di investimento» si intendono le seguenti attività, quando hanno per oggetto strumenti finanziari:

- a) negoziazione per conto proprio;
- b) negoziazione per conto terzi;
- c) collocamento, con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
- d) gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi;
- e) ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione.

Riguardo alla vigilanza ispettiva attribuita alla Banca d'Italia ed alla Consob, questa si concretizza nella possibilità (sempre negli ambiti di rispettiva competenza) di effettuare ispezioni, richiedere l'esibizione dei documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari presso i soggetti abilitati. I due istituti sono tenuti ad informarsi reciprocamente sulle ispezioni effettuate, anche al fine di consentire di chiedere accertamenti su profili di propria competenza.

Tanto la Banca d'Italia che la Consob possono chiedere alle competenti autorità di uno Stato comunitario di effettuare accertamenti presso succursali di SIM, di SGR e di banche stabilite sul territorio di tale Stato (o concordare altre modalità di verifica). Analogamente i due organismi possono concordare con le competenti autorità di Stati extracomunitari modalità per l'ispezione di succursali di imprese di investimento e di banche insediate nei rispettivi territori.

Il Testo unico dell'intermediazione finanziaria attribuisce alla Banca d'Italia ed alla Consob anche la vigilanza sulle società di gestione e sui mercati.

In particolare, alla Consob è attribuita una competenza generale a vigilare sui mercati regolamentati al fine di assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, con un ruolo pertanto di garante di principi aventi rilevanza pubblica.

La Consob vigila altresì sulla società di gestione (cioè sulla società per azioni che svolge attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari): essa può pertanto effettuare ispezioni - vigilanza ispettiva -, oltre che richiedere dati, notizie, atti e documenti - vigilanza informativa -; può altresì proporre al Ministro dell'economia di adottare provvedimenti straordinari nei confronti della società di gestione.

Alla Banca d'Italia è invece attribuita la vigilanza sui mercati all'ingrosso dei titoli di Stato e sulle relative società di gestione, nonché sugli scambi di fondi interbancari (cioè su mercati che per la natura delle negoziazioni effettuate, il volume degli scambi, il grado di liquidità, l'ampiezza della platea degli operatori possono essere considerati funzionali alla politica monetaria). I poteri attribuiti in tali ambiti alla Banca d'Italia sono sostanzialmente analoghi a quelli della Consob sopra citati.

Si sottolinea che riguardo ai mercati all'ingrosso dei titoli di Stato, la normativa prevede che la Banca d'Italia vigili "avendo riguardo all'efficienza complessiva del mercato e all'ordinato svolgimento delle negoziazioni"; riguardo invece agli scambi di fondi interbancari (che costituiscono un mercato non regolamentato), si prevede che "la Banca d'Italia vigila sull'efficienza e sul buon funzionamento degli scambi".

La Consob entro il 31 marzo di ogni anno trasmette al Ministro dell'economia una Relazione sull'attività svolta. Entro il 31 maggio successivo, il Ministro trasmette detta relazione al Parlamento, con le proprie eventuali valutazioni (DOC XXVIII).

Nella Relazione annuale del Governatore della Banca d'Italia vi è una sezione dedicata all'attività di vigilanza sulle banche e sugli intermediari non bancari, in adempimento dell'obbligo previsto dall'articolo 4 del D.Lgs. n. 385 del 1993.

### *Norme per la tutela della concorrenza e del mercato (legge n. 287/1990)*

La legge n. 287 del 1990 tutela la concorrenza e il mercato, regolamentando i casi di intese, abusi di posizione dominante e concentrazioni di imprese. A tal fine istituisce l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, con funzioni generali di tutela della concorrenza.

In particolare, l'articolo 2 vieta le intese tra imprese che abbiano l'effetto di impedire, restringere o falsare in maniera consistente la concorrenza, l'articolo 3 vieta l'abuso da parte di una impresa di una posizione dominante all'interno del mercato, l'articolo 6 consente di vietare le operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza; l'articolo 4 consente di autorizzare, per un periodo limitato, intese restrittive della concorrenza vietate ai sensi dell'articolo 2; la deroga può essere concessa qualora si rinviengano sostanziali benefici per i consumatori o debba essere assicurata la concorrenzialità delle imprese sul piano internazionale.

L'articolo 20 stabilisce che nei confronti delle aziende ed istituti di credito l'applicazione dei richiamati articoli 2, 3 e 6 spetta alla competente autorità di vigilanza (cioè alla Banca d'Italia), sentito il parere dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato. L'Autorità di vigilanza sulle aziende ed istituti di credito può autorizzare, tenendo conto dei criteri stabiliti dalla normativa generale, intese in deroga al divieto per esigenze di stabilità del sistema monetario. Detta autorizzazione è adottata d'intesa con l'Autorità Garante che valuta se l'intesa comporti o meno l'eliminazione della concorrenza.

Nel caso di operazioni che coinvolgono imprese assicurative, la competenza rimane presso l'Autorità Garante per la concorrenza ed il mercato, sentito il parere dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e d'interesse collettivo (ISVAP).

## *Il sistema di vigilanza nel settore assicurativo e per i fondi pensione*

Le funzioni di vigilanza e quelle di protezione del consumatore, per il settore assicurativo e per i fondi pensione sono affidate in Italia ad autorità specializzate di settore.

### **L'ISVAP (legge n. 576/1982)**

La legge di riforma del sistema di vigilanza sulle assicurazioni (legge n. 12 agosto 1982, n. 576) istituisce l'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (ISVAP). L'ISVAP è un ente dotato di personalità giuridica di diritto pubblico, per l'esercizio di funzioni di vigilanza nei confronti delle imprese di assicurazione e riassicurazione, nonché di tutti gli altri soggetti sottoposti alla disciplina sulle assicurazioni private, compresi gli agenti e i mediatori di assicurazione<sup>7</sup>.

L'ISVAP ha funzioni di controllo e di regolamentazione, con l'obiettivo di assicurare la stabilità del mercato e delle imprese nonché la solvibilità e l'efficienza degli operatori, a garanzia degli interessi degli assicurati-consumatori e in generale dell'utenza.

Funzione primaria dell'Istituto è l'esercizio della vigilanza nei confronti delle imprese di assicurazione, che si esercita attraverso il controllo sulla loro gestione tecnica, finanziaria, patrimoniale e contabile, verificandone la rispondenza alle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative vigenti.

Nell'ambito dei compiti di supervisione demandati all'ISVAP, assume rilievo particolare la vigilanza finanziaria, che consiste nel controllo della situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa, con riguardo, in particolare, al possesso del margine di solvibilità e di riserve tecniche sufficienti in rapporto all'insieme dell'attività svolta, nonché di attivi congrui alla loro integrale copertura.

La relazione annuale sull'attività svolta, predisposta dal Presidente dell'ISVAP, è approvata dal Consiglio entro il 31 marzo.

---

<sup>7</sup> Organi dell'ISVAP sono il Presidente e il Consiglio. Il Presidente è nominato con decreto del Presidente della Repubblica, previa deliberazione del Consiglio dei Ministri (su proposta del Ministro dell'industria, del commercio e dell'artigianato, ora Ministro delle attività produttive). Dura in carica cinque anni (l'attuale presidente è stato nominato nel maggio 2002) e può essere confermato per una sola volta. Può essere rimosso o sospeso dall'ufficio con le stesse procedure di nomina.

Il consiglio è costituito da sei componenti, oltre al presidente dell'Istituto. I componenti sono nominati con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, di concerto con il Ministro delle attività produttive; durano in carica quattro anni e possono essere confermati per non più di due volte.

### **La COVIP (D.Lgs. n. 124/1993)**

Il decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124 (Disciplina delle forme pensionistiche complementari), istituisce la Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP). Essa è un organismo dotato di personalità giuridica istituito al fine di perseguire la corretta e trasparente amministrazione dei fondi pensione<sup>8</sup>.

La COVIP, nell'esercitare le proprie funzioni di vigilanza, in conformità agli indirizzi generali del Ministro del lavoro, autorizza l'esercizio dell'attività sui fondi pensione, approvandone gli statuti e i regolamenti; autorizza le convenzioni per la gestione delle risorse dei fondi con gli intermediari abilitati. Esercita, infine, il controllo sulla gestione tecnica, finanziaria, patrimoniale e contabile dei fondi, anche mediante ispezioni.

La COVIP entro il 31 marzo di ogni anno trasmette al Ministro del lavoro una Relazione sull'attività svolta. Entro il 31 maggio successivo, il Ministro trasmette detta relazione al Parlamento, con le proprie osservazioni (DOC CXIX).

### **3. I sistemi di vigilanza nei principali ordinamenti europei.**

I sistemi di vigilanza e regolamentazione dei mercati finanziari adottati negli ordinamenti dei Paesi avanzati sono riconducibili ad uno dei modelli teorici illustrati in precedenza ovvero alla combinazione di più modelli.

---

<sup>8</sup> La COVIP è un organo collegiale formato dal presidente e da quattro commissari. I membri sono nominati con decreto del Presidente della repubblica, previa deliberazione del Consiglio dei Ministri (su proposta del Ministro del Lavoro e della previdenza sociale di concerto con il Ministro dell'economia). Il presidente e i membri durano in carica quattro anni e possono essere confermati una sola volta (l'attuale presidente è stato nominato nella primavera del 2000).

La seguente tabella riporta sinteticamente le tipologie delle autorità di vigilanza operanti con riferimento a ciascuna delle tre categorie di intermediari:

**Autorità di regolamentazione e vigilanza sugli intermediari bancari, mobiliari e assicurativi in Europa, Giappone e Stati Uniti (anno 2002)<sup>9</sup>**

| <b>Paese</b>       | <b>Banche</b> | <b><i>Mercati e intermediari mobiliari</i></b> | <b><i>Imprese di assicurazione</i></b> |
|--------------------|---------------|------------------------------------------------|----------------------------------------|
| <b>UE</b>          |               |                                                |                                        |
| <b>Belgio</b>      | BS            | BS                                             | I                                      |
| <b>Danimarca</b>   | FSA           | FSA                                            | FSA                                    |
| <b>Germania</b>    |               |                                                |                                        |
| <b>Grecia</b>      | CB            | S                                              | G                                      |
| <b>Spagna</b>      | CB            | S                                              | G                                      |
| <b>Francia</b>     | B/CB          | S/B                                            | I                                      |
| <b>Italia</b>      | CB            | S                                              | I                                      |
| <b>Irlanda</b>     | FSA(CB)       | FSA(CB)                                        | FSA(CB)                                |
| <b>Lussemburgo</b> | BS            | BS                                             | I                                      |
| <b>Olanda</b>      | CB/S          | S/CB                                           | I/S                                    |
| <b>Austria</b>     | FSA           | FSA                                            | FSA                                    |
| <b>Portogallo</b>  | CB            | S                                              | I                                      |
| <b>Finlandia</b>   | BS            | BS                                             | I                                      |
| <b>Svezia</b>      | FSA           | FSA                                            | FSA                                    |
| <b>Regno Unito</b> | FSA           | FSA                                            | FSA                                    |
|                    |               |                                                |                                        |
| <b>Stati Uniti</b> | B/CB          | S                                              | I                                      |
| <b>Giappone</b>    | FSA           | FSA                                            | FSA                                    |

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

Con specifico riferimento ai Paesi membri dell'Unione europea, si può osservare, in via preliminare, che nell'ultimo decennio si è manifestata una progressiva crisi del modello istituzionale determinata, per un verso, dalla crescente presenza nei mercati di gruppi polifunzionali e dalla progressiva assimilazione delle tipologie di attività e strumenti finanziari, e, per altro verso, dal processo di integrazione economica e finanziaria europea.

<sup>9</sup> I dati riportati nella tabella sono tratti da Di Giorgio G. e Di Noia C., "Financial Market Regulation and Supervision: How Many Peaks for the Euro Area?", Brooklyn Journal of International Law, 2003, n. 2.

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

In particolare, in un primo gruppo di Paesi opera **un'autorità di vigilanza unica** per il settore bancario, il settore delle assicurazioni e i valori mobiliari.

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

In un secondo gruppo di ordinamenti è stata, invece, costituita **un'autorità unica per tutti gli intermediari e gli obiettivi di vigilanza, fatta eccezione per il settore assicurativo**. È il caso, in particolare, del **Belgio, della Finlandia e del Lussemburgo**.

In un terzo gruppo di Paesi, sono stati introdotti meccanismi e strutture di coordinamento forte tra le attività delle diverse autorità di vigilanza, le cui strutture e competenze restano distinte.

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

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

Infine, in Grecia, Italia e Spagna, operano tre autorità distinte in relazione ai diversi settori e obiettivi che costituiscono oggetto della vigilanza e non sono previsti appositi organismi di coordinamento.

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

L'articolo 12 della medesima direttiva stabilisce, inoltre, che le autorità competenti preposte all'esercizio della vigilanza sulle imprese regolamentate appartenenti ad un conglomerato finanziario, aventi sede o meno nello stesso Stato membro, e l'autorità competente designata come coordinatore di detto conglomerato finanziario cooperano strettamente tra loro, mediante lo scambio di tutte le informazioni essenziali o pertinenti all'esercizio dei rispettivi compiti di vigilanza e, in determinati casi, prevede la consultazione reciproca.

Si ricorda che la direttiva 2002/87/CE è inclusa nell'allegato B della **legge 31 ottobre 2003, n. 306 (legge comunitaria per il 2003)**, recante indicazione delle direttive per la cui attuazione il Governo è delegato ad adottare decreti legislativi dopo aver acquisito il parere delle competenti Commissioni parlamentari.

### **3.1. L'assetto della vigilanza in Inghilterra, Francia e Germania.**

#### **REGNO UNITO**

Nel Regno Unito l'assetto della vigilanza sulle banche e sui mercati finanziari è stato ridisegnato da un complesso intervento di riforma avviato nel 1997 e portato a compimento nel 2002.

Prima della riforma il sistema di regolamentazione faceva capo a **otto distinti organi di vigilanza**, al cui vertice si trova il Ministero del Tesoro. In particolare, rientravano nel sistema la *Building Societies Commission*, che esercitava il controllo sulle *building societies* (gli istituti di credito immobiliare); la *Bank of England*, cui era attribuita la vigilanza sulle banche; il *Securities and Investment Board*, con funzioni di coordinamento del *Personal Investment Authority*, con competenza sui *financial advisors*, del *Securities and Futures Authority*, che vigilava sulle *Securities Houses* e dell'*Investment Management Regulatory Organisation* con competenza sui *fund managers*. Si trovava

separato funzionalmente da tale struttura il *Department of Trade and Industry*, che esercitava la vigilanza sulle *insurance companies*.

La riforma ha attribuito ad un unico organismo, la **Financial Services Authority (FSA)**, i poteri di supervisione sull'intero sistema finanziario.

Le competenze e i poteri facenti capo ai soggetti sopra descritti sono stati assorbiti, pertanto, dalla nuova Autorità, cui è stato attribuito il controllo su tutti gli intermediari (banche, fondi, compagnie assicurative, etc.) con competenze di **vigilanza prudenziale**, di sorveglianza sull'applicazione da parte degli intermediari delle **regole di comportamento** e di **protezione degli investitori**.

Le modalità di riassetto delle competenze sono state diverse: per un verso, la nuova Autorità ha assorbito soltanto alcune delle competenze di soggetti preesistenti, come nei casi della *Bank of England* e del *Department of Trade and Industry*, che conservano altre funzioni in ambiti diversi; per altro verso, ha proceduto ad assorbire l'intera struttura di organismi preesistenti, quali la *Personal Investment Authority* e la *Securities and Futures Authority*.

Il **riparto di competenze** tra la FSA, la *Bank of England* e il Ministero del Tesoro è stato disciplinato in un *Memorandum of Understanding* (memorandum di intesa), che specifica il ruolo dei tre soggetti nel nuovo assetto.

In particolare, la **banca centrale** acquista una maggiore autonomia nella gestione della politica monetaria, conservando la responsabilità formale per la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso, mentre le sue tradizionali funzioni di gestione del debito pubblico e di vigilanza del sistema bancario vengono affidate, rispettivamente, al **Ministero del Tesoro** e alla **FSA**.

Il vertice dell'FSA risulta composto da un *executive chairman* e da tre *managing directors*. Tutti i membri del consiglio di amministrazione, compresi l'*executive chairman* e i due *managing directors* che si occupano di vigilanza, sono **nominati dal Ministero del Tesoro**.

Il coinvolgimento degli intermediari nell'azione di controllo viene assicurato dall'opera di due organi di consultazione, di cui si avvale la FSA, il *Consumer Panel*, composto dai rappresentanti degli investitori, e il *Practitioner Panel*, che tutela le ragioni delle istituzioni finanziarie.

Con riguardo alla tutela giurisdizionale, al *Financial Services and Market Tribunal* è attribuito il potere di confermare o revocare una decisione dell'Autorità di vigilanza, ma non di riformarla.

## FRANCIA

L'assetto della vigilanza sui mercati finanziari nell'ordinamento francese è stato oggetto di un radicale intervento di riforma con la legge n° 2003-706 (*loi de sécurité financière*) del 1° agosto 2003, la quale ha disposto la creazione

dell'*Autorité des Marchés Financiers* (AMF) mediante la fusione di tre organismi preesistenti: la **Commissione sulle Operazioni di Borsa**, il **Consiglio dei Mercati Finanziari**, il **Consiglio di disciplina della gestione finanziaria**.

La **Commissione sulle Operazioni di Borsa** (Commission des Operations de Bourse – **COB**), nell'ambito degli indirizzi generali fissati dal Ministro del Tesoro, esercitava i controlli in materia di sollecitazione del pubblico investimento, della chiarezza e trasparenza delle informazioni date dagli intermediari, nonché della vigilanza informativa e ispettiva presso gli stessi intermediari e le società di gestione dei mercati.

Il **Consiglio dei Mercati Finanziari** (Conseil des Marchés Financiers – **CMF**), costituito dai rappresentanti degli intermediari e degli investitori, aveva la responsabilità della correttezza dei comportamenti degli operatori e della regolarità delle transazioni nei mercati degli strumenti finanziari.

Il **Consiglio di disciplina della gestione finanziaria** (Conseil de discipline de la gestion financière - **CDGF**) poteva adottare sanzioni disciplinari nei confronti degli Organismi di investimento collettivi in valori mobiliari (OICVM) o dei gestori di portafoglio per conto di terzi per violazione di disposizioni legislative o regolamentari, nonché delle regole professionali. Il Consiglio poteva agire d'ufficio o su richiesta della COB o del Commissario di Governo.

Alla AMF, che è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di propri poteri regolamentari, sono attribuiti i compiti spettanti ai tre organismi sopra indicati, nonché alcune nuove competenze, intese al fine di assicurare il perseguimento dei seguenti obiettivi:

- la protezione del risparmio investito in strumenti finanziari;
- l'informazione degli investitori;
- il buon funzionamento dei mercati di strumenti finanziari.

L'AMF è composta da un Collegio plenario, da una Commissione per le sanzioni e, per l'esercizio di alcune funzioni, da Commissioni specializzate e da commissioni consultive.

La creazione di una Commissione per le sanzioni risponde all'obiettivo di assicurare la separazione tra le funzioni di accusa e di giudizio nell'ambito del procedimento che porta all'irrogazione delle sanzioni. I controlli e le indagini, infatti, sono condotti dal Collegio, che delibera l'apertura di una procedura sanzionatoria. L'istruttoria della procedura sanzionatoria è svolta da un relatore nominato dalla Commissione, la quale delibera l'irrogazione delle sanzioni.

Il **Collegio plenario** è composto da **16 membri**: il presidente, nominato con decreto del Presidente della Repubblica con un mandato di cinque anni non rinnovabile; un consigliere del Consiglio di Stato, della Corte dei Conti e della Corte di Cassazione, designato dal rispettivo organo giurisdizionale; un rappresentante della Banca di Francia

designato dal Governatore; il presidente del Conseil national de la comptabilité; tre esperti designati, in ragione delle proprie competenze in materia finanziaria e giuridica e della loro esperienza in materia di sollecitazione al pubblico risparmio, designati rispettivamente dal Presidente del Senato, dal Presidente dell'Assemblea nazionale e dal Presidente del Consiglio economico e sociale; sei esperti con analoghe competenze designati dal Ministro dell'economia, previa consultazione delle organizzazioni rappresentative di società industriali e commerciali i cui titoli sono oggetto di sollecitazione al pubblico risparmio, di società di gestione di OICVM, dei prestatori di servizi di investimento; un rappresentante dei dipendenti azionisti designato dal Ministro dell'economia, previa consultazione delle organizzazioni sindacali; un commissario di Governo, che partecipa alle riunioni senza diritto di voto.

La **Commissione delle sanzioni** è composta **da 12 membri**: due Consiglieri di Stato e due Consiglieri di Cassazione designati dai rispettivi organi giurisdizionali; sei esperti designati, in ragione delle proprie competenze in materia finanziaria e giuridica e della loro esperienza in materia di sollecitazione al pubblico risparmio dal Ministro dell'economia; due rappresentanti dei dipendenti azionisti designati dal Ministro dell'economia, previa consultazione delle organizzazioni sindacali. L'incarico di membro della Commissione è incompatibile con quello di membro del Collegio plenario.

Il **Presidente della Commissione** è eletto dai propri membri tra i Consiglieri di Stato o di Cassazione.

La legge di sicurezza finanziaria ha lasciato inalterato il sistema di vigilanza e di regolamentazione relativo alle banche e alle assicurazioni, nonché alla tutela della concorrenza.

In particolare, per quanto attiene al **settore bancario**, le competenze sono attribuite ai seguenti organismi:

- il **Comitato per la Regolamentazione Bancaria e Finanziaria** (*Comité de la Réglementation Bancaire et Financière – CRBF*), che stabilisce le regole cui devono attenersi gli operatori economici relativamente ai requisiti previsti per l'autorizzazione, ai coefficienti patrimoniali minimi obbligatori, alle norme sulla trasparenza e sulla corretta redazione dei bilanci;
- il **Comitato per gli Istituti di Credito e le Imprese di Investimento** (*Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement – CECEI*), il quale rilascia le autorizzazioni all'esercizio dell'attività bancaria; esercita la vigilanza prudenziale, relativamente al rispetto del livello adeguato del patrimonio di vigilanza e dei coefficienti patrimoniali minimi obbligatori; esercita i controlli di natura strutturale con riguardo al rilascio delle autorizzazioni, alla proprietà azionaria e ai gruppi creditizi;
- la **Commissione Bancaria** (*Commission Bancaire – CB*), la quale esercita i controlli di natura informativa ed ispettiva, verificando il rispetto dei regolamenti fissati dal CRBF e degli statuti degli stessi istituti creditizi; è competente ad irrogare sanzioni ed

esercita la vigilanza protettiva (ad esempio, emette ammonimenti, sospende i dirigenti ovvero ne limita l'operatività).

Per quanto concerne il settore assicurativo, l'organo di vigilanza è la **Commissione di controllo delle Assicurazioni** (*Commission de Contrôle des Assurances – CCA*), che vigila anche sull'attività dei fondi pensione.

Con riguardo, infine, alla tutela della concorrenza, il **Consiglio della Concorrenza** (*Conseil de la Concurrence*) è competente sulle fattispecie di abusi di posizione dominante e di intese, mentre le decisioni in materia di concentrazioni spettano al Ministro dell'Economia, delle Finanze e dell'Industria e alla Direzione Generale della Concorrenza e della Repressione delle Frodi.

## GERMANIA

Nell'ordinamento tedesco la legge sulla vigilanza integrata dei servizi finanziari (Fin-DAG) del 22 aprile 2002 ha creato un nuovo Organismo federale (il *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BAFin*), al quale è attribuito il compito di controllare e salvaguardare la stabilità dell'intero sistema finanziario.

La vigilanza sul sistema dei pagamenti resta attribuita alla **Banca centrale** (Bundesbank) unitamente alla competenza per l'attuazione della politica monetaria.

Nel regime previgente, l'organo competente in materia di **vigilanza bancaria** era l'**Ufficio Federale della vigilanza bancaria** (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen – **BAKred**), un'Agenzia posta sotto il controllo del Ministro delle Finanze.

Nel settore mobiliare, la vigilanza risultava affidata al Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe), mentre la vigilanza sui settori assicurativo e previdenziale era affidata al Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen (BAV).

Con riguardo, infine, alla tutela della concorrenza, le competenze venivano ripartite fra tre Autorità: l'Ufficio Federale dei cartelli (Bundeskartellamt – BkartA), il Ministro Federale dell'Economia (BMW), che dettava le direttive all'attività del BkartA, e la Commissione dei Monopoli (Monopolkommission – MK), un'Agenzia del Ministero dell'Interno che controllava l'attività del BkartA.

L'organo di vertice del BAFin è il consiglio di amministrazione composto da:

- un presidente e un suo sostituto, designati dal Ministero federale delle finanze;
- due ulteriori rappresentanti del Ministero federale delle finanze;
- un rappresentante del Ministero federale dell'economia e della tecnologia;
- un rappresentante del Ministero federale della giustizia;
- cinque membri del Bundestag;
- cinque rappresentanti degli istituti di credito;
- quattro rappresentanti delle imprese di assicurazione;

- un rappresentante delle società di collocamento di capitali.

La Banca Federale Tedesca può partecipare alle riunioni del consiglio di amministrazione con un rappresentante senza diritto di voto.

I membri del consiglio di amministrazione sono nominati dal Ministero federale delle finanze e devono possedere i requisiti per l'elezione al Bundestag.

L'attività di vigilanza della BAFin si fonda sull'opera di **tre macrostrutture**, secondo un modello di **regolamentazione istituzionale** o di **tipo soggettivo**, e di **tre dipartimenti cross section**, che adottano invece un'impostazione per finalità, prescindendo dalla qualificazione soggettiva degli intermediari vigilati.

In particolare, le tre macrostrutture si occupano, rispettivamente, del sistema creditizio, delle imprese di assicurazione e dei mercati dei valori mobiliari.

Per quanto concerne l'attività dei dipartimenti, il primo si occupa delle problematiche dei mercati, dei prodotti e dei conglomerati, cooperando con gli organismi internazionali di vigilanza; il secondo si occupa della legislazione regolamentare ed è responsabile della protezione dei risparmiatori/investitori e dell'attività di vigilanza sui fondi pensione; il terzo dipartimento ha competenza in materia di concorrenza, antiriciclaggio e monitoraggio del crimine finanziario.

#### **4. Il coordinamento delle funzioni di vigilanza sui mercati finanziari a livello comunitario**

Le questioni attinenti all'assetto delle funzioni di vigilanza sui mercati e sugli intermediari finanziari a livello comunitario hanno acquisito una crescente rilevanza negli ultimi anni soprattutto in relazione alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria e all'avanzamento del processo di creazione di un mercato finanziario europeo unico.

La legislazione comunitaria vigente in materia di banche, assicurazioni e intermediari finanziari si fonda sui principi dell'autorizzazione unica, del controllo del paese di origine e del mutuo riconoscimento dei provvedimenti di vigilanza delle autorità nazionali. In sostanza, si prevede il rilascio, in presenza di una serie di requisiti minimi previsti dalle direttive di armonizzazione di settore, di un'unica autorizzazione (c.d. passaporto unico) da parte dell'autorità competente dello Stato in cui l'operatore finanziario è stabilito, la quale consente l'esercizio della relativa attività in tutti gli altri Stati dell'UE. All'autorità che ha rilasciato l'autorizzazione spetta, in linea generale, la vigilanza sul soggetto abilitato; i provvedimenti adottati nell'esercizio di tale attività di vigilanza sono riconosciuti dalle altre autorità nazionali competenti.

I principi sopra richiamati, secondo parte della dottrina e degli operatori di mercato, pur consentendo un rapido ed effettivo sviluppo della libera circolazione dei servizi finanziari e della libertà di stabilimento, non si sono dimostrati,

nell'esperienza applicativa, idonei a fornire una risposta ad alcuni aspetti problematici. Al riguardo, si è rilevato come la coesistenza nell'Unione europea, a fronte dell'incremento dell'attività finanziaria transfrontaliera e transettoriale, di 40 distinti organismi nazionali incaricati della vigilanza sui mercati finanziari, la natura e la distribuzione delle competenze dei quali risponde a criteri eterogenei, risulti uno degli ostacoli ad uno sviluppo pieno e corretto del mercato unico.

In primo luogo, l'attuale assetto, nonostante la regola dell'autorizzazione unica, si tradurrebbe in una forte frammentazione della regolamentazione che, accrescendo i costi di vigilanza e creando una situazione di incertezza per gli operatori del mercato, ostacolerebbe lo sviluppo dei servizi finanziari transfrontalieri.

La segmentazione delle funzioni di vigilanza, in secondo luogo, non consentirebbe di circoscrivere adeguatamente il rischio sistemico derivante dalla diffusione di situazioni di crisi che dovessero determinarsi in specifici mercati, e non assicurerebbe una tutela effettiva degli investitori.

Sulla base di queste considerazioni, si è consolidata l'opinione per cui il completamento dell'integrazione finanziaria non può prescindere, oltre che dall'armonizzazione della disciplina sostanziale, anche da opportuni interventi sulla ripartizione delle funzioni di vigilanza tra il livello nazionale e quello europeo. A tale ultimo riguardo, sono state avanzate diverse proposte.

Una prima soluzione, prospettata da una parte minoritaria della dottrina, potrebbe consistere nella concentrazione, parallelamente al completamento del processo di integrazione finanziaria, delle funzioni di vigilanza e regolazione sui mercati finanziari in capo ad **un'unica autorità comunitaria** ovvero a **tre distinte autorità comunitarie per ciascuno dei tre settori finanziari** (bancario, assicurativo e mobiliare).

In particolare, in questo ultimo senso si è ipotizzata l'attribuzione alla BCE delle competenze di vigilanza sul sistema bancario attualmente assegnate ad alcune delle banche centrali nazionali.

Occorre al riguardo osservare che il trasferimento delle competenze di vigilanza al livello comunitario è privo di una adeguata base giuridica nel trattato CE vigente ed esigerebbe quindi una apposita modifica al trattato stesso.

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

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

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

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

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

Una diversa opzione emersa in dottrina e nel dibattito istituzionale consiste nella creazione di **strumenti** e eventualmente **organismi di coordinamento dell'attività dei regolatori nazionali** che restano, comunque, i soli titolari delle competenze di vigilanza.

La scelta di questa seconda soluzione sembra essersi ormai consolidata dopo l'adozione del modello decisionale proposto nel rapporto finale del comitato dei saggi presieduto dall'ex presidente dell'Istituto Monetario Europeo A. Lamfalussy.

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

#### **4.1. Il metodo Lamfalussy**

Il comitato di personalità indipendenti, presieduto dall'ex presidente dell'Istituto monetario europeo A. Lamfalussy è stato istituito nel luglio 2000, su indicazione del Consiglio ECOFIN, al fine di contribuire ad accelerare l'attuazione del Piano d'azione per i servizi finanziari.

Tale ultimo documento è stato presentato dalla Commissione europea nel maggio 1999 (COM(1999) 232), al fine di tradurre in un preciso programma di lavoro le linee di intervento prospettate nel quadro di azione per i servizi finanziari dell'ottobre 1998. Esso ha prospettato l'adozione, entro il 2005, di una serie di misure, prevalentemente di natura

legislativa, intese anche all'adeguamento delle norme e dei sistemi prudenziali e di vigilanza alle nuove e mutevoli strutture dei mercati finanziari.

Al Comitato dei saggi è stato attribuito, in particolare, il compito di valutare l'adeguatezza della normativa europea in materia di valori mobiliari rispetto all'evoluzione dei mercati finanziari, nonché di esaminare le concrete modalità di esecuzione della medesima normativa. Il rapporto finale del Comitato è stato presentato al Consiglio europeo di Stoccolma del 23 e 24 marzo 2001, il quale ha approvato una specifica risoluzione relativa ad una più efficace regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari nell'Unione europea, con la quale si dispone l'applicazione del modello decisionale proposto nel medesimo rapporto.

Il Comitato dei saggi ha presentato una serie di proposte intese essenzialmente a superare i fattori di criticità della regolamentazione europea dei valori mobiliari, sia con riferimento alla sua elaborazione e approvazione, sia con riguardo alla sua applicazione negli ordinamenti nazionali. A tal fine, il rapporto finale prospetta l'articolazione del processo decisionale in **quattro differenti livelli**.

Ai primi *due livelli* si collocano, rispettivamente, l'attività legislativa in senso stretto, vale a dire l'adozione da parte del Parlamento europeo e del Consiglio di regolamenti o direttive secondo la procedura di codecisione e le relative disposizioni di attuazione poste in essere dalla Commissione in conformità alla procedura di regolamentazione prevista dalla Decisione del Consiglio 1999/468/CE (c.d. nuova decisione comitatologia).

In particolare, nell'esercizio delle competenze ad essa delegate la Commissione è assistita dal Comitato europeo dei valori mobiliari (CEVM o ESC, secondo l'acronimo inglese comunemente utilizzato) composto di rappresentanti degli Stati membri, che opera quale comitato di regolamentazione ai sensi della decisione comitatologia. Il CEVM è stato istituito con la Decisione della Commissione 2001/528/CE, del 6 giugno 2001.

Il *terzo livello* decisionale, che presenta i maggiori punti di interesse per l'assetto dei poteri di vigilanza, consiste nel coordinamento, in via informale, delle attività delle autorità nazionali di regolazione e vigilanza sui mercati finanziari, al fine di garantire un recepimento uniforme e coerente delle disposizioni adottate ai primi due livelli. A tal fine, viene attribuito un ruolo preminente ad un organismo appositamente costituito, il **Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari** (CAERVVM o CESR, secondo l'acronimo inglese comunemente utilizzato).

Tale Comitato, che interviene anche nella seconda fase del ciclo decisionale con funzioni meramente consultive, è composto da un rappresentante per ciascuno Stato membro, designato dalla autorità di regolazione e vigilanza nazionali. Il Comitato elegge il presidente tra i suoi membri. La Commissione è presente alle riunioni del comitato e

designa un rappresentante ad alto livello per prendere parte a tutti i suoi dibattiti. Il Comitato può, inoltre, invitare esperti e osservatori a partecipare alle proprie riunioni e può istituire gruppi di lavoro. Il CAERVM è stato istituito con la Decisione della Commissione 2001/528/CE, del 6 giugno 2001.

Il CAERVM ha il compito di favorire, mediante l'adozione di atti non vincolanti, una progressiva convergenza dei sistemi nazionali di regolazione e vigilanza nel settore dei mercati dei valori mobiliari. In particolare, il comitato dovrebbe:

- definire le linee direttrici per l'adozione di norme regolamentari a livello nazionale;
- adottare raccomandazioni interpretative comuni;
- definire, nei settori non direttamente disciplinati dalla normativa comunitaria, *standard* comuni per l'elaborazione delle disposizioni di attuazione e l'attività di regolazione nazionali;
- comparare e riesaminare le prassi regolamentari nazionali, al fine di assicurare l'applicazione effettiva delle norme comunitarie ed individuare le migliori prassi;
- organizzare a cadenza regolare una valutazione reciproca delle norme regolamentari e delle prassi adottate negli Stati membri e comunicarne i risultati alla Commissione e all'ESC.

Al *quarto livello* decisionale si colloca, infine, l'attività di attuazione, in via legislativa e amministrativa, delle norme comunitarie da parte degli Stati membri e il relativo controllo della Commissione europea.

Sulla base del metodo Lamfalussy sono state sinora adottate due direttive di **primo livello**:

- la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa **all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)**;
- la direttiva 2003/71/CE, **sui prospetti**;
- il regolamento 1606/2002 relativo all'applicazione di **principi contabili internazionali**.

Per quanto attiene alla disposizioni di **secondo livello**, nel settembre 2003 la Commissione ha adottato con il regolamento di attuazione (CE) n. 1725/2003 disposizioni di attuazione del regolamento 1606/2002

Nel dicembre del 2003, inoltre, la Commissione ha adottato con le direttive 2003/124/CE e 2003/125/CE e con il regolamento 2273/2003/CE, le misure relative alla attuazione della direttiva 2003/6/CE.

Con riferimento, infine, all'esercizio delle competenze di **terzo livello** è costituito dall'adozione da parte del CESR, nel marzo e nel dicembre 2003, una

serie di *standards* per la vigilanza da parte delle autorità nazionali sull'applicazione dei principi contabili internazionali (IAS).

Si ricorda che sono all'esame delle istituzioni europee alcune proposte legislative, previste dal Piano d'azione per i servizi finanziari, alle quali dovrebbe trovare applicazione il modello Lamfalussy:

- la proposta di direttiva sui **servizi di investimento e i mercati regolamentati**, presentata dalla Commissione il 19 novembre 2002 (COM(2002)625), con la quale si intende rivedere la vigente disciplina di cui alla direttiva 1993, per adeguarla ai cambiamenti strutturali intervenuti nell'ultimo decennio nei mercati finanziari comunitari. *Il Parlamento europeo si è espresso in prima lettura il 25 settembre 2003, approvando una risoluzione che reca emendamenti alla proposta. Il Consiglio<sup>10</sup> ha raggiunto la posizione comune l'8 dicembre 2003. La seconda lettura del PE è attesa per la sessione di marzo 2004;*
- la proposta di direttiva sull'armonizzazione degli **obblighi di trasparenza** riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (COM(2003)138). La proposta, presentata dalla Commissione il 26 marzo 2003, rientra nel pacchetto "comunicazione e trasparenza" (che comprende anche la direttiva sul prospetto unico, il regolamento sui principi contabili internazionali e la direttiva sugli abusi di mercato) e mira ad imporre un livello di trasparenza e di informazione commisurato agli obiettivi di una solida tutela degli investitori e dell'efficienza del mercato. *La proposta, che segue la procedura di codecisione, è stata esaminata dal Consiglio ECOFIN nella riunione del 25 novembre 2003. Il Parlamento europeo dovrebbe esprimersi in prima lettura presumibilmente nella sessione di marzo 2004.*

#### **4.2. L'estensione del modello Lamfalussy al settore bancario e assicurativo**

Il Consiglio ECOFIN, nella riunione tenuta a Bruxelles il 3 dicembre 2002 approvando la relazione finale del Comitato economico e finanziario in materia di legislazione, sorveglianza e stabilità finanziarie, presentata il 3 ottobre 2002, ha prospettato l'estensione del metodo Lamfalussy anche al settore bancario e assicurativo.

In base alla normativa vigente, nel settore bancario e assicurativo e degli OICVM operano alcuni comitati e gruppi di lavoro, la cui struttura e le cui funzioni non rispondono ad un quadro e a un modello regolamentare organico.

---

<sup>10</sup> Il Consiglio ECOFIN, nella riunione del 25 novembre 2003, ha adottato una dichiarazione con la quale riconosce che "è inderogabile adottare la direttiva relativa ai servizi di investimento prima di aprile 2004 per rispettare il calendario del piano d'azione per i servizi finanziari".

In particolare, nel **settore bancario** opera il **Comitato di consulenza bancaria** (BAC o CCB), che fornisce assistenza e consulenza alla Commissione europea per la formulazione della normativa europea nel settore bancario e svolge funzioni di comitato di comitatologia secondo la procedura di regolamentazione.<sup>11</sup>

Nel **settore assicurativo** opera il **Comitato delle assicurazioni**, che svolge funzioni di forum di discussioni ad alto livello, di consulenza della Commissione in materia di assicurazioni e di comitato di comitatologia.

Per quanto attiene, infine, ai **fondi di investimento**, la direttiva 85/611/CEE ha istituito il comitato di contatto OICVM al quale sono affidati funzioni di consulenza della Commissione ai fini della elaborazione della legislazione in materia e di comitato di regolamentazione.

Il Consiglio ECOFIN ha auspicato la costituzione di due comitati distinti, rispettivamente, per il settore bancario e assicurativo (comprese le pensioni) con funzioni consultive al primo livello decisionale e di regolamentazione al secondo livello e di altri due comitati, uno per ciascun settore, con funzioni di coordinamento informale al terzo livello decisionale.

Inoltre, è stata richiesta l'attribuzione all'ESC e al CESR delle funzioni di primo, secondo, e terzo livello anche con riferimento agli OICVM.

Limitatamente al secondo livello decisionale è stata confermata, conformemente alla direttiva sui conglomerati finanziari,<sup>12</sup> l'istituzione di un quarto comitato incaricato di adottare norme specifiche relative ai conglomerati operanti in vari settori.

Il Consiglio, nella medesima riunione, ha chiesto alla Commissione di adottare i provvedimenti necessari alla istituzione o all'adeguamento dei comitati esistenti.

Nel dicembre 2003, pertanto, la Commissione ha presentato un pacchetto di sette misure:

- due decisioni della Commissione che istituiscono, rispettivamente, il **Comitato delle autorità di vigilanza bancaria (CEBS)** e il **Comitato delle autorità europee di vigilanza sulle assicurazioni e delle pensioni (CEIOS)**, operanti al terzo livello secondo il modello Lamfalussy;

---

<sup>11</sup> Nel settore bancario operano anche il Gruppo di Contatto che riunisce le autorità di vigilanza dell'area dell'Euro e il Comitato di supervisione bancaria della banca Centrale Europea che riunisce le autorità di vigilanza sulle banche di tutti i paesi dell'Unione europea competente sulle questioni relative all vigilanza prudenziale e alla stabilità finanziaria. Per questioni specifiche sono stati anche sottoscritti dei memorandum d'intesa fra la Banca centrale europea e le autorità di vigilanza sulle banche.

<sup>12</sup> Direttiva 2002/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 dicembre 2002, relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario. L'articolo 21 della direttiva prevede l'istituzione di un comitato per i conglomerati finanziari il quale esercita, in primo luogo, funzioni di comitato di regolamentazione, assistendo la Commissione nell'esercizio delle competenze di attuazione ad essa conferite dalla direttiva. In secondo luogo, il comitato svolge una funzione consultiva su alcuni specifici aspetti previsti dalla medesima direttiva.

- una proposta di direttiva del Consiglio e del Parlamento europeo (COM/2003/0659 def.), che modifica le direttive 73/239/CEE, 85/611/CEE, 91/675/CEE, 93/6/CEE, e 94/19/CE, relative alle assicurazioni e ai fondi di investimento, e le direttive 2000/12/CE, 2002/83/CE e 2002/87/CE, relative alle Banche, al fine di istituire una nuova struttura organizzativa per i comitati del settore dei servizi finanziari. La proposta, in particolare, elimina i riferimenti nelle suddette direttive al Comitato consultivo bancario, al Comitato assicurativo e al comitato di contatto per gli OICVM, che saranno soppressi, e sostituisce i riferimenti ai medesimi organismi quali comitati che assistono la Commissione nell'esercizio dei suoi poteri di esecuzione con riferimenti al **Comitato bancario europeo (EBC)**, al **Comitato delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (EIOPC)** e all'ESC;
- due decisioni della Commissione che attribuiscono, rispettivamente, al Comitato bancario europeo (EBC) e all'EIOPC funzioni consultive al primo livello. Le decisioni entreranno in vigore contemporaneamente alla direttiva sopra indicata;
- una decisione della Commissione che attribuisce all'ESC funzioni consultive e che entrerà in vigore contemporaneamente con la direttiva recante modifiche;
- una decisione della Commissione che attribuisce al CESR funzioni consultive e che entrerà in vigore contemporaneamente con la direttiva recante modifiche.

Nella relazione alla citata proposta direttiva sulla nuova struttura organizzativa per i comitati del settore dei servizi finanziari, la Commissione sottolinea che l'adozione del pacchetto è **urgentemente** necessaria ai fini del conseguimento degli obiettivi economici generali dell'UE, in particolare con riferimento alla completa attuazione del piano d'azione dei servizi finanziari (PASF) entro il 2005, termine fissato dal Consiglio di Lisbona del 2000.

In caso di adozione dei provvedimenti sopra indicati, i comitati operanti nel settore dei servizi finanziari saranno i seguenti:

|                                                                    | <b>Banche</b>                                                | <b>Assicurazioni</b>                                                                       | <b>Valori mobiliari</b>                             | <b>Conglomerati</b>                  |
|--------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|--------------------------------------|
| Livello 1 (funzioni consultive) e 2 (funzioni di regolamentazione) | Comitato bancario europeo (EBC)                              | Comitato delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (EIOPC)            | Comitato europeo dei valori mobiliari (ESC)         | Comitato dei conglomerati finanziari |
| Livello 3                                                          | Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (CEBS) | Comitato delle autorità europee di vigilanza sulle assicurazioni e delle pensioni (CEIOPS) | Comitato dei regolatori dei valori mobiliari (CESR) |                                      |

Secondo quanto indicato nella relazione alla richiamata proposta di direttiva sulla nuova struttura organizzativa per i comitati del settore dei servizi finanziari, l'EBC e l'EIOPC, analogamente all'ESC, saranno composti da un rappresentante per Stato membro, con diritto di voto, e presieduti da un rappresentante della Commissione. I tre comitati potrebbero occasionalmente riunirsi in sessione congiunta ad alto livello per esaminare complesse questioni tecniche e intersettoriali, nonché migliorare le sinergie e la coerenza della normativa di attuazione.

Per quanto riguarda il **CEBS** e il **CEIOPS**, tali comitati secondo le indicazioni del Consiglio ECOFIN, dovrebbero, analogamente al CAERVM:

- promuovere l'attuazione coerente delle direttive, la convergenza della vigilanza e le migliori prassi negli Stati membri;
- fornire una rete operativa efficace per potenziare la vigilanza quotidiana, compreso lo scambio di informazioni in materia di vigilanza in periodi di calma ed in periodi di tensione;
- fornire consulenza alla Commissione, a seconda delle necessità, su questioni tecniche attinenti alla legislazione.

Ciascuno dei due comitati dovrebbe essere indipendente e dovrebbe istituire "procedure appropriate e modelli di riunione per garantire un valido scambio di informazioni riservate. Ogni Stato membro disporrebbe nel comitato di un unico voto assegnato ai membri dalle autorità nazionali di vigilanza, mentre la Commissione avrebbe uno *status* di osservatore.

Alcune specifiche indicazioni sono dettate relativamente al comitato per il settore bancario. Il Consiglio ECOFIN rileva, infatti, che "al fine di sfruttare le sinergie tra la vigilanza bancaria e le banche centrali, sia le autorità nazionali di vigilanza per il settore bancario sia banche centrali prive di un ruolo di vigilanza, compresa la BCE, dovrebbero partecipare alle riunioni" del comitato in questione.

Accogliendo le proposte formulate nella medesima relazione finale del Comitato economico e finanziario, il Consiglio ECOFIN, con decisione del 18 febbraio 2003, ha disposto inoltre la trasformazione del *Financial Services Policy Group*,<sup>13</sup> in Comitato per i servizi finanziari (o CSF), anche al fine di assicurare un coordinamento complessivo dell'attività legislativa e di coordinamento nei tre settori finanziari.

Il CSF ha il compito di assistere il Comitato economico e finanziario<sup>14</sup> nella preparazione dei temi da discutere in sede di Consiglio ECOFIN ed in riunioni informali dei ministri dell'economia e delle finanze e dei governatori delle banche centrali.

In particolare, il Comitato è incaricato di:

- procedere a riflessioni strategiche intersettoriali, separatamente dal processo legislativo;
- contribuire alla definizione di una strategia a medio e a lungo termine per le questioni attinenti ai servizi finanziari;
- prendere in considerazione le questioni sensibili a breve termine;
- valutare lo stato di avanzamento e di attuazione;
- fornire consulenza e supervisione su questioni di politica sia interna (come il mercato unico, compresa l'attuazione del piano d'azione per i servizi finanziari) che esterna (come l'OMC).

La Commissione e ciascun membro del Consiglio nominano un rappresentante ad alto livello e un sostituto in seno al Comitato; un rappresentante della Banca centrale europea e i Presidenti dei pertinenti comitati di regolamentazione (presumibilmente i tre comitati settoriali e il comitato conglomerati) partecipano in qualità di osservatori. Il Presidente e il Vicepresidente sono designati dal Comitato tra i rappresentanti degli Stati membri per due anni. Lo Stato membro il cui rappresentante è nominato Presidente dispone di un rappresentante supplementare in seno al Comitato per la durata della carica del Presidente.

---

<sup>13</sup> Il *Financial Services Policy Group* era composto da rappresentanti personali dei Ministri dell'economia e delle finanze e da un rappresentante della Banca centrale europea, ed era presieduto dal Commissario competente per il Mercato interno. Il Gruppo era stato istituito, in base al mandato conferito dal Consiglio ECOFIN del 23 novembre 1998, per assistere il Consiglio stesso nella valutazione, ai fini della realizzazione di un mercato unico dei servizi finanziari, delle iniziative legislative da intraprendere nonché delle esigenze di adattamento, semplificazione e coerenza della legislazione esistente.

<sup>14</sup> Il Comitato economico e finanziario è stato istituito, in sostituzione del Comitato monetario, con la decisione n. 98/743/CE, attuativa dell'articolo 114, paragrafo 2, del trattato. Il comitato, di cui ciascuno Stato membro, la Commissione e la BCE nominano non più di due membri, ha il compito di: seguire la situazione economica e finanziaria degli Stati membri e della Comunità, riferendo regolarmente in merito al Consiglio e alla Commissione; contribuire, fatte salve le competenze del COREPER, alla preparazione dei lavori del Consiglio in materia di libera circolazione dei capitali e di politica economica; esaminare, almeno una volta all'anno, la situazione dei movimenti dei capitali e della libertà dei pagamenti, quali risultano dall'applicazione del trattato e dai provvedimenti adottati dal Consiglio.

## Capitolo II

### PROFILI GIURIDICI DELL'EMISSIONE E DELLA NEGOZIAZIONE DI OBBLIGAZIONI SOCIETARIE

Le obbligazioni societarie, o "*corporate bond*", sono titoli, nominativi o al portatore, rappresentativi di prestiti contratti da imprese.

La Banca d'Italia (cfr. lo studio dell'Istituto *Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese italiane*, pubblicato nell'ottobre 2003, p. 32) e la dottrina prevalente evidenziano che lo strumento del debito obbligazionario rappresenta, nell'attuale sistema economico, uno **strumento necessario** per l'impresa, dal quale conseguono **molteplici effetti positivi**.

Mediante la raccolta di fondi mediante emissione di obbligazioni, infatti, l'impresa può optare per forme di finanziamento alternative rispetto a quelle rappresentate dal credito bancario e, ove quotata, dall'emissione di nuove azioni; può finanziare più agevolmente e senza vincoli esterni la propria crescita dimensionale e i propri progetti di investimento; può scegliere forme diverse di impiego del risparmio, sottoscrivendo obbligazioni emesse da altre imprese.

Alcune recenti vicende riguardanti gruppi italiani hanno fatto emergere alcuni profili giuridici problematici relativamente all'emissione e alla negoziazione di obbligazioni societarie, attinenti essenzialmente alla **verifica del rispetto delle regole di correttezza e trasparenza** previste dal nostro ordinamento in sede di collocamento dei titoli presso i **risparmiatori non professionali**.

In particolare, assumono rilievo le questioni concernenti la sussistenza degli presupposti **obblighi di prospetto** in merito alla emissioni dei titoli in parola e l'**adeguatezza dell'informazione ai risparmiatori sulla combinazione di rischio e rendimento** delle obbligazioni acquistate.

#### 1. La disciplina giuridica dell'emissione e della negoziazione di obbligazioni societarie.

##### *L'obbligo di prospetto*

L'emissione di tali obbligazioni può avvenire sia direttamente all'interno del mercato italiano, nel qual caso è necessaria la presentazione di un prospetto analitico, sia **attraverso l'euromercato**, nel quale vigono **regole meno restrittive** rispetto all'ordinamento italiano.

Con l'espressione "**euromercato**" viene indicato, in generale, l'insieme delle transazioni su valute depositate fuori dai confini del paese di emissione (eurovalute) e su

titoli emessi da non residenti in valuta diversa da quella dei paesi in cui avviene il collocamento (eurotitoli o euroobbligazioni) (cfr. *Appendice alla Relazione annuale del Governatore della Banca d'Italia per il 2002*, p. 85\*).

Nell'euromercato, in particolare, per le obbligazioni destinate ad investitori istituzionali è sufficiente, ad esempio secondo l'ordinamento lussemburghese, la predisposizione di un **prospetto sintetico**.

In estrema sintesi, il processo di emissione di obbligazioni nell'euromercato è effettuato secondo uno schema standard in tutta Europa, in conformità ai regolamenti delle associazioni internazionali di categoria che sono riconosciute come organi di autoregolamentazione (Isma e Ipma).

In primo luogo, l'emittente assegna un mandato a una o più banche d'investimento (c.d. lead manager), le quali ricercano gli investitori istituzionali che andranno a comporre il Consorzio di Collocamento e Garanzia. Una volta formato il Consorzio, i lead manager fissano il prezzo delle obbligazioni e la data del lancio, redigendo la cosiddetta "Offering Circular," un documento distribuito ai membri del consorzio stesso e agli investitori istituzionali che ne fanno richiesta. Il titolo viene quindi lanciato.

Nel nostro ordinamento per il collocamento al pubblico dei titoli vige invece l'obbligo dell'emittente di **predisporre un prospetto analitico** ai sensi dell'**articolo 94** del Testo unico della finanza (**TUF**), di cui al D.Lgs. n. 58 del 1998, e degli articoli 5 e seguenti del regolamento della Consob recante la disciplina con gli emittenti (adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e più volte modificato).

Ai sensi dell'articolo 100 del TUF e dell'articolo 33 del regolamento emittenti, l'obbligo di presentare il prospetto non sussiste in alcuni casi, tra cui quelli in cui i titoli siano destinati a **investitori istituzionali**.

Nel nostro ordinamento non è previsto il rating obbligatorio per le obbligazioni emesse o comunque da collocare nel mercato italiano.

Al riguardo, si ricorda che, secondo i dati forniti dalla Banca d'Italia, oltre la metà del numero di collocamenti di prestiti effettuati dalle imprese italiane (**52 per cento**) risulta **sprovvisto del rating** di una delle principali agenzie (Standard&Poor's, Moody's, FitchIBCA), a differenza dei collocamenti effettuati da imprese **tedesche (20 per cento)** e **francesi (29 per cento)**. Ciò appare, peraltro, riconducibile alla prevalenza numerica delle emissioni obbligazionarie di importo contenuto, per le quali il rilascio del rating può rappresentare un costo non indifferente.

### *Gli obblighi di comunicazione*

Le offerte in Italia delle obbligazioni devono essere comunicate alla Banca d'Italia dai soggetti collocatori nei casi previsti dall'**articolo 129** del Testo unico bancario (**TUB**), di cui al D.Lgs. n. 385 del 1993 (*per l'illustrazione del quale si rinvia al paragrafo relativo ai poteri di vigilanza della Banca d'Italia*).

### *La vendita delle obbligazioni da parte degli intermediari*

In base alla disciplina degli articoli 94 e seguenti del Testo unico della finanza e degli articoli 26 e seguenti del regolamento intermediari della Consob, approvato con delibera del 1° luglio 1998, n. 11522, la vendita alla clientela di titoli da parte dell'intermediario può avvenire secondo i seguenti schemi:

- la **sollecitazione all'investimento**, espressione con la quale si intende "ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari". La disciplina della sollecitazione all'investimento prevede, a carico dell'emittente, dell'offerente e dei responsabili del collocamento, una serie di **obblighi informativi** (tra cui la pubblicazione del **prospetto** informativo) e di correttezza nei comportamenti da tenere sia prima che durante la sollecitazione. Il prospetto informativo, sottoposto al controllo della Consob, non è richiesto per talune ipotesi di sollecitazione, tra cui quelle rivolte agli investitori professionali e quelle relative a obbligazioni emesse dalle banche;
- il **collocamento**, che consiste nell'offerta in vendita per proprio conto di titoli che l'intermediario ha sottoscritto o acquistato a fermo ovvero nell'offerta in sottoscrizione o in vendita di titoli per conto dell'emittente o del proprietario. Il collocamento, in quanto servizio di investimento, è soggetto alle disposizioni del TUF e delle norme di attuazione emanate dalla Consob con il regolamento intermediari, il quale richiede la redazione del **prospetto informativo** quando ricorrono i presupposti per l'applicazione della disciplina sulla sollecitazione all'investimento;
- la **negoziazione in conto proprio**, ossia l'acquisto e la vendita di strumenti finanziari in cui l'intermediario è controparte, è anch'essa un servizio di investimento, al quale si applica la disciplina sulla trasparenza e la correttezza prevista dal Testo unico della finanza, con **esclusione** di quella sul **prospetto**.

La Consob nella comunicazione n. 97006042 del 9 luglio 1997 ha indicato alcuni criteri per l'inquadramento delle singole fattispecie nell'una o nell'altra categoria di attività.

In particolare, un servizio di **negoziazione in conto proprio** si ha:

- a) quando la vendita degli strumenti finanziari alla clientela avviene **su specifica richiesta degli investitori**;
- b) se, anche in presenza di attività promozionali da parte dell'intermediario, le **condizioni non sono standardizzate** (diversamente, vi sarebbero sollecitazione all'investimento o collocamento).

In base alla normativa sopra richiamata emerge che, **in mancanza del prospetto informativo**, l'offerta di titoli può essere effettuata dagli intermediari **soltanto nell'ambito di un'attività di negoziazione in conto proprio**.

### *Obblighi informativi*

Con riferimento agli **obblighi informativi degli intermediari** nelle attività di sollecitazione all'investimento e di servizi di collocamento e negoziazione, il Testo unico della finanza stabilisce, inoltre, una serie di **regole generali di correttezza** di cui, in alcuni dei procedimenti giurisdizionali pendenti, le parti attrici assumono la violazione.

In particolare, ai sensi dell'**articolo 21 del Testo unico della finanza**, nella prestazione dei servizi di investimento e accessori i soggetti abilitati devono, tra le altre cose:

- a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;
- b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre **adeguatamente informati**.

Il **regolamento intermediari** della Consob stabilisce, all'articolo 28, che prima dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono:

- a) chiedere all'investitore notizie circa la sua **esperienza in materia di investimenti** in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio;
- b) consegnare agli investitori il documento sui **rischi generali degli investimenti** in strumenti finanziari.

Gli intermediari, inoltre, non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore **informazioni adeguate** sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento.

Il Testo unico della finanza prevede sanzioni amministrative per gli operatori che violano la disciplina sulla sollecitazione all'investimento. Nei casi di violazione delle norme riguardanti i contratti relativi alla prestazione dei servizi di

investimento e accessori, è prevista la nullità relativa delle pattuizioni contrastanti con la predetta normativa e viene stabilita, in sede giurisdizionale, l'inversione dell'onere della prova a favore della clientela nei giudizi risarcitori.

Nel caso di **prestiti obbligazionari emessi da società estere senza rating e prospetto informativo**, gli investitori non professionali devono essere informati dagli intermediari, ai sensi delle disposizioni sopra richiamate, della rischiosità delle stesse obbligazioni.

Con riguardo alla comunicazione, da parte degli intermediari, della esistenza in capo ai medesimi di una **situazione di conflitto di interessi**, l'articolo 27, comma 2, della **delibera Consob n. 11522** del 1° luglio **1998** dispone che "gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non abbiano **preventivamente informato per iscritto** l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia **acconsentito espressamente per iscritto** all'effettuazione dell'operazione".

## **2. L'assetto delle competenze delle Autorità di vigilanza sull'emissione e la negoziazione di obbligazioni societarie.**

Sia sul mercato primario, sia su quello secondario è disciplinata nel nostro ordinamento sotto diversi profili, ciascuno volto a tutelare particolari categorie di interessi.

Occorre, inoltre, ricordare che, in base all'articolo 2 del TUB, al Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR) è attribuita l'alta vigilanza in materia di credito e di tutela del risparmio.

Le competenze della **Banca d'Italia** relativamente all'emissione e all'offerta al pubblico di strumenti finanziari sono individuate ai sensi del richiamato **articolo 129** del **Testo unico bancario** e delle relative disposizioni di attuazione (delibera CICR 12 gennaio 1994, Istruzioni di vigilanza).

Tale norma stabilisce che le emissioni di valori mobiliari e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri di importo non superiore a cento miliardi di lire o al maggiore importo determinato dalla Banca d'Italia sono liberamente effettuabili ove i valori mobiliari rientrino in tipologie previste dall'ordinamento e presentino le caratteristiche individuate dalla Banca d'Italia in conformità delle deliberazioni del CICR. Nel computo degli importi concorrono tutte le operazioni relative al medesimo emittente effettuate nell'arco dei dodici mesi precedenti.

Le emissioni di valori mobiliari e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri non liberamente effettuabili sono **comunicate alla Banca d'Italia** a cura degli interessati. La comunicazione indica le quantità e le caratteristiche dei valori mobiliari nonché le modalità e i tempi di svolgimento dell'operazione. Entro quindici giorni dal ricevimento della comunicazione la Banca d'Italia può chiedere informazioni integrative. L'operazione può essere effettuata decorsi venti giorni dal ricevimento della comunicazione ovvero, se richieste, delle informazioni integrative.

Al fine di **assicurare la stabilità e l'efficienza del mercato dei valori mobiliari**, la Banca d'Italia, entro il medesimo termine di venti giorni, può, in conformità delle deliberazioni del CICR, **vietare le operazioni** non liberamente effettuabili ovvero **differire l'esecuzione** delle operazioni di importo superiore al limite determinato.

Tali disposizioni non si applicano: a) ai titoli di Stato o garantiti dallo Stato; b) ai titoli azionari, sempreché non rappresentativi della partecipazione a organismi d'investimento collettivo di tipo chiuso o aperto; c) all'emissione di quote o titoli rappresentativi della partecipazione a organismi d'investimento collettivo nazionali; d) alla commercializzazione in Italia di quote o titoli rappresentativi della partecipazione a organismi d'investimento collettivo situati in altri paesi dell'Unione Europea e conformi alle disposizioni dell'Unione. La Banca d'Italia, in conformità delle deliberazioni del CICR, può individuare, in relazione alla quantità e alle caratteristiche dei valori mobiliari, alla natura dell'emittente o alle modalità di svolgimento dell'operazione, tipologie di operazioni sottratte all'obbligo di comunicazione ovvero assoggettate a una procedura semplificata di comunicazione, e può richiedere agli emittenti e agli offerenti segnalazioni consuntive riguardanti i valori mobiliari collocati in Italia o comunque emessi da soggetti italiani. Tali segnalazioni possono riguardare anche operazioni non soggette a comunicazione. La Banca d'Italia è inoltre autorizzata ad emanare disposizioni attuative di tale norma.

Avvalendosi del potere di stabilire un importo maggiore ai cento miliardi di lire riconosciuto ad essa dall'art. 129 in esame, la Banca d'Italia ha escluso dall'obbligo di comunicazione (cfr. *Istruzioni di Vigilanza per le banche*, Titolo IX, cap. 1):

- a) le emissioni di importo inferiore a 150 milioni di euro nel caso di titoli quotati o destinati alla quotazione in un mercato regolamentato e aventi le caratteristiche standard individuate dalla stessa Banca d'Italia;
- b) le emissioni di importo inferiore a 50 milioni di euro nel caso di titoli non quotati e aventi le caratteristiche standard individuate dalla Banca d'Italia;
- c) le emissioni di azioni, titoli di Stato o quote di fondi comuni d'investimento.

Lo scopo dell'attività della Banca d'Italia in materia consiste nell'evitare che le emissioni e offerte di titoli, per le loro dimensioni o per le caratteristiche finanziarie, possano ostacolare il **buon funzionamento del mercato**, in quanto,

ad esempio, un'eccessiva quantità di obbligazioni collocata nel medesimo periodo potrebbe alterarne l'equilibrio, intaccandone la stabilità.

Il controllo sull'afflusso di titoli privati sul mercato, in particolare, mira a favorire il corretto operare dei **meccanismi concorrenziali**, la **trasparenza** nella formazione dei prezzi e la **tutela del risparmiatore-investitore** ("Istruzioni di Vigilanza per le banche", Titolo IX, cap. 1, p. 1).

Tuttavia, parte della **dottrina** già da tempo sottolinea come il principale interesse tutelato dalla disposizione di cui all'articolo 129 del TUB sia, oltre a quello di evitare un'eccessiva concentrazione di operazioni di importo rilevante, quello di controllare le caratteristiche delle emissioni in funzione di **tutela del risparmiatore-investitore**, dovendosi considerare illegittimo un uso dei poteri previsti dalla norma in esame per finalità di programmazione e indirizzo dei flussi finanziari (F. CARBONETTI, in *Rivista delle società*, 1994, p. 47, richiamato da E. DE LILLO, in *Disciplina delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 2000, p. 625).

In particolare, i controlli sono intesi a verificare la rispondenza dei valori mobiliari alla regolamentazione vigente e a criteri di **comprensibilità** e **oggettività** degli eventuali **parametri di indicizzazione**. Nel caso di valori mobiliari **emessi all'estero**, come nel caso delle obbligazioni Cirio, deve essere **accertato che nel paese dell'emittente** o dell'obbligato principale vi siano discipline e **controlli analoghi** a quelli previsti dall'**ordinamento italiano** (cfr. delibera CICR 12 gennaio 1994 e relative istruzioni di vigilanza).

In linea generale, i controlli non concernono la convenienza dei valori mobiliari e la solvibilità degli emittenti.

La Banca d'Italia esegue, inoltre, **verifiche di trasparenza** nei confronti delle banche e degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco di cui all'art. 107 del TUB, al fine di valutare se gli assetti organizzativi degli intermediari siano adeguati e se la condotta di questi ultimi sia improntata al rispetto della disciplina sulla trasparenza.

L'articolo 144 del TUB prevede l'applicazione di sanzioni amministrative in caso di violazione degli obblighi di pubblicità previsti dal TUB. Ai sensi dell'articolo 145, le sanzioni sono applicate dal Ministro dell'economia e delle finanze, sulla base della proposta della Banca d'Italia, con decreto motivato.

Per quanto attiene alle competenze della **CONSOB** relativamente alla tutela degli investitori, e, in particolare, ai profili di **trasparenza** e **correttezza** dei comportamenti degli intermediari, si ricorda che la Commissione vigila sull'applicazione delle disposizioni in materia di esercizio dei servizi di investimento, di obblighi informativi e correttezza previste dalle disposizioni del Testo unico della finanza e dai provvedimenti di attuazione adottati dalla Consob stessa, richiamate in precedenza.

Le competenze della CONSOB si esplicano, oltre che mediante l'adozione di regolamenti di attuazione, mediante i poteri di vigilanza ispettiva presso gli emittenti e le imprese di investimento, di vigilanza informativa, mediante la richiesta di informazioni e la trasmissione di comunicazioni tipiche da parte degli intermediari (*cfr. il paragrafo precedente*)

Per la **violazione degli obblighi di correttezza e trasparenza**, di cui in particolare al citato articolo 21 del TUF, l'articolo 190 del medesimo testo unico prevede la **sanzione amministrativa pecuniaria** da lire un milione a cinquanta milioni di lire a carico dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione e dei dipendenti di società o enti che non osservano le suddette disposizioni.

Per chi effettua sollecitazioni all'investimento in violazione delle disposizioni dei richiamati articoli 94 e seguenti del TUF, l'articolo 191 del testo unico prevede la sanzione amministrativa pecuniaria da un decimo alla metà del valore totale dei prodotti finanziari offerti, e comunque non superiore a lire duecento milioni. Se il valore totale dei prodotti finanziari offerti non è determinato, si applica la sanzione amministrativa pecuniaria da lire dieci milioni a lire duecento milioni. Le sanzioni amministrative previste nel presente titolo sono applicate dal Ministro dell'economia e delle finanze, con decreto motivato, su proposta della Consob.