

## INTRODUZIONE

*Ginevra Cerrina Feroni\**

### **1. Chi è il risparmiatore? Ovvero della lunga inattuazione dell'art. 47 della Costituzione italiana**

Gli scandali societari che negli ultimi anni hanno scosso la fiducia del mercato e danneggiato principalmente i risparmiatori più deboli (si pensi ai casi “Cirio” e “Parmalat”), l’opacità della informazione bancaria negli investimenti ad alto rischio (come la vicenda dei Bond argentini), nonché l’attuale crisi finanziaria ed economica mondiale che non ha precedenti (se si eccettuano i tempi della Grande Depressione), pongono oggi in maniera non più eludibile la necessità di una rilettura delle normative in punto di tutela del risparmio e delle correlate discipline in materia di controllo dell’esercizio del credito. Una analisi che non può che essere svolta in chiave di comparazione giuridica. Il diritto dei mercati finanziari rappresenta, infatti, uno dei settori dell’ordinamento più sensibili al fenomeno della internazionalizzazione; inoltre la crescente integrazione tra i mercati dei diversi Paesi richiede anche una crescente integrazione tra le rispettive regole e, al tempo stesso, la creazione di disposizioni comuni che tutelino il risparmiatore.

Eppure, a tutt’oggi, perlomeno in Italia, la figura del “risparmiatore” non è stata sufficientemente indagata dalla dottrina giuridica, diversamente ad esempio da ciò che è stato fatto per la figura del consumatore. È un dato che stupisce non solo se si pensa al fatto che la tutela del risparmio, insieme all’esercizio del credito, rappresenta uno dei fattori principali dell’equilibrio economico, ma anche se si considera che l’Italia è uno dei pochi Paesi, almeno nel contesto europeo, in cui la tutela del risparmio trova esplicito riconoscimento a livello costituzionale.

L’art. 47 della nostra Costituzione, che chiude il Titolo III dedicato ai rapporti economici, assicura infatti al risparmio una particolare protezione, prevedendo

---

*\* Professore ordinario di Diritto costituzionale italiano e comparato nella Facoltà di Scienze politiche dell’Università degli Studi di Firenze.*

che lo Stato “incoraggi” e tuteli il risparmio “in tutte le sue forme” e disciplini, coordini e controlli l’esercizio del credito, dove per credito si intende la funzione di intermediazione fra i beni risparmiati e la loro utilizzazione a fini produttivi e di consumo<sup>1</sup>. Tale articolo, definito “principio cardine della costituzione economica”<sup>2</sup>, disciplina sia il risparmio che connesso al credito entra a far parte della liquidità monetaria, sia quello che non rifluisce nella liquidità e del quale vengono poi incentivate particolari destinazioni specificate al 2° comma (v. *infra*)<sup>3</sup>. Il risparmio si configura dunque come un valore costituzionale che lo Stato – cui peraltro spetta la competenza esclusiva in materia (art. 117, 2° comma, lett. e), Cost.) – deve non solo tutelare ma anche promuovere e incentivare attivamente.

Il riferimento alle “forme” del risparmio è stato – come noto – molto discusso in letteratura. La formula usata si riferisce in primo luogo alla liquidità monetaria, che implica principalmente la difesa del valore della moneta contro l’inflazione<sup>4</sup>, ma sembra includere anche le attività mobiliari ed assicurative. Secondo la prevalente dottrina, il risparmio oggetto di tutela sarebbe solo quello destinato ad entrare nel ciclo economico e quindi la norma interesserebbe esclusivamente la garanzia degli investimenti: il risparmio cioè non andrebbe difeso quale valore in sé, ma solo in funzione della distribuzione della proprietà e della ricchezza, conformemente a quanto espresso dagli altri articoli della c.d. “Costituzione economica”<sup>5</sup>. Sarebbe pertanto escluso il risparmio inteso come mero accantonamento di ricchezza senza precisa destinazione<sup>6</sup>. A conferma di tale interpretazione starebbe anche il testo dell’art. 117, 2° comma, lett. e), Cost., come riformato nel 2001, dove la tutela del risparmio viene citata insieme a quella dei mercati finanziari. Tuttavia, vi è anche chi, partendo dalla tradizionale definizione di risparmio come “accantonamento di beni, senza vincolo di destinazione, da parte di soggetti privati, mediante rinuncia a spese di consumo e di investimento”<sup>7</sup>, sostiene che l’art. 47 tuteli non solo il risparmio in moneta ma anche quello consistente in un mero accumulo di beni senza previsione di destinazione<sup>8</sup>. Il 2° comma dell’art. 47 si riferisce poi ad un particolare tipo di risparmio, ovvero quello “popolare”, ed a talune forme di investimento, con ciò intendendo il risparmio di categorie di soggetti

<sup>1</sup> M. MAZZIOTTI DI CELSO-G.M. SALERNO, *Manuale di diritto costituzionale*, 4<sup>a</sup> ed., Padova, Cedam, 2007, 251.

<sup>2</sup> F. MERUSI, *Art. 47*, in G. BRANCA (a cura di), *Commentario della Costituzione*, vol. III, Bologna, Zanichelli, 1980, 153 ss.

<sup>3</sup> S. BARTOLE *et al.* (a cura di), *Commentario breve alla Costituzione*, Padova, Cedam, 2008, 474.

<sup>4</sup> F. MERUSI, *Art. 47*, cit., 156.

<sup>5</sup> S. BARONCELLI, *Art. 47*, in R. BIFULCO-A. CELOTTO-M. OLIVETTI (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, vol. I, Torino, Utet, 2006.

<sup>6</sup> F. MERUSI, *Art. 47*, cit., 184.

<sup>7</sup> M. MAZZIOTTI DI CELSO-G.M. SALERNO, *op. cit.*, 251.

<sup>8</sup> *Ibidem.*

economicamente deboli<sup>9</sup>, derivante in prevalenza dal reddito da lavoro dipendente. In particolare si promuovono gli investimenti di tipo più tradizionale quali la proprietà dell'abitazione, la proprietà diretta coltivatrice, il diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese. I due principali scopi sono, da un lato, la tutela del risparmio di modeste dimensioni che, essendo esiguo e in genere lento a formarsi, ha maggiori difficoltà ad essere investito in titoli o azioni oltre ad essere più esposto agli effetti negativi dell'inflazione; dall'altro, l'incentivazione a trasformare il risparmio popolare nella proprietà di beni ritenuti socialmente ed economicamente rilevanti<sup>10</sup>.

A fronte del rango costituzionale attribuito alla tutela del risparmio, la legislazione in materia è stata per lungo tempo decisamente deficitaria, probabilmente a causa della natura programmatica che si è voluto riconoscere all'art. 47 anche in base alla giurisprudenza della Corte costituzionale, secondo cui tale articolo segna non un precetto ma solo un "principio politico cui dovrà ispirarsi la futura normativa"<sup>11</sup>, un "indirizzo politico" cui il legislatore deve orientarsi nell'esercizio di un potere discrezionale che incontra l'"unico limite della compromissione del principio stesso"<sup>12</sup>. La portata precettiva dell'art. 47 è stata dunque per molto (troppo) tempo ristretta alla politica monetaria e alla tutela del valore della moneta, demandando per tutti gli ulteriori contenuti alla discrezionalità del legislatore, la cui azione è stata a corto raggio e comunque tardiva. Le disposizioni normative in materia si sono limitate a quelle dettate dalla legge bancaria del 1936-38 (r.d.l. 12 marzo 1936, n. 375 convertito in legge 7 marzo 1938, n. 141, c.d. "legge banc."), rimasta in vigore, con lievi modifiche, fino agli anni Ottanta (!). Tale legge poneva il settore bancario sotto lo stretto controllo statale, conferiva alla Banca d'Italia ampi poteri di vigilanza – che comprendevano anche il diritto di concedere e revocare l'autorizzazione per l'istituzione di nuove aziende e istituti (artt. 28 e 34 legge bancaria) – e impediva *de facto* l'instaurarsi di un sistema concorrenziale, ritenuto rischioso per la stabilità del sistema creditizio<sup>13</sup>. L'esigenza di riformare il sistema creditizio e finanziario si pose verso la fine degli anni Settanta, a seguito delle difficoltà del sistema bancario italiano nel competere con quelli dei Paesi della Comunità europea, ma anche a causa della sua incapacità di rispondere alla domanda di prodotti finanziari innovativi da parte della clientela. A ciò si univa la necessità di adeguarsi alle prime direttive comunitarie concernenti il

---

<sup>9</sup> Ivi, 252.

<sup>10</sup> S. BARTOLE *et al.* (a cura di), *op. cit.*

<sup>11</sup> Corte cost., sent. 8 luglio 1982, n. 143. Cfr. anche sentt. 20 febbraio 1975, n. 29; 4 maggio 1995, n. 145 e 14 febbraio 2002, n. 29. Sul punto si veda: S. BARONCELLI, *op. cit.*, e G. ARIOLLI (a cura di), *La tutela del risparmio. Quaderni di sintesi della giurisprudenza costituzionale*, ottobre 2008, reperibile sul sito della Corte costituzionale alla seguente pagina web: [www.cortecostituzionale.it/informazione/file/STU\\_211\\_LaTutelaDelRisparmio.pdf](http://www.cortecostituzionale.it/informazione/file/STU_211_LaTutelaDelRisparmio.pdf).

<sup>12</sup> Corte cost., sent. n. 143/1995.

<sup>13</sup> S. BARONCELLI, *op. cit.*

settore bancario, in particolare la direttiva 77/780/CE (del Consiglio, del 12 dicembre 1977) e la direttiva 89/646/CE (del Consiglio, del 15 dicembre 1989), che vennero recepite rispettivamente con il d.p.r. 27 giugno 1985, n. 350 e con il d.lgs. 14 dicembre 1992, n. 481. Quest'ultimo, in particolare, prevedeva l'applicazione al settore bancario dei principi del mercato unico inaugurando dunque un sistema concorrenziale sia su scala nazionale che europea.

Le novità introdotte dal recepimento delle direttive comunitarie posero l'esigenza di una sistemazione unitaria della materia: di qui l'emanazione del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 ("Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia", c.d. "Testo Unico Bancario – TUB"), con cui l'intero settore creditizio è stato ristrutturato e riordinato in maniera unitaria. Successivamente, sempre su impulso della normativa comunitaria, si provvide ad integrare il TUB tramite il d.lgs. 4 agosto 1999, n. 333, che potenziava la vigilanza prudenziale nel settore creditizio, e tramite il d.lgs. 4 agosto 1999, n. 342 contenente nuove regole sulla capitalizzazione degli interessi scaduti (c.d. "anatocismo")<sup>14</sup>. Di fondamentale importanza nell'ambito della legislazione a tutela del risparmio è inoltre il "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria" (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – c.d. "TUF") in cui è confluita la normativa adottata per ottemperare al principio comunitario della libera circolazione dei servizi finanziari e che ha comportato anche rilevanti modifiche al TUB<sup>15</sup>.

Un nuovo impulso alla legislazione in materia di tutela del risparmio si è avuto tra il 2000 e il 2005, sia in conseguenza degli sviluppi della normativa comunitaria, sia a seguito di grandi scandali finanziari che hanno avuto avvio negli Stati Uniti e si sono via via diffusi anche in Canada, Germania, Francia, Italia (con i già citati casi "Cirio" e "Parmalat"). A differenza di quanto avvenuto in altri Paesi, la risposta legislativa in Italia non è stata particolarmente pronta, nonostante la situazione italiana, come è noto, presentasse problemi specifici di particolare gravità, quali l'insufficienza del sistema dei controlli, il deficitario coordinamento degli interventi delle Autorità, la scadente qualità della tutela della clientela nel collocamento di alcuni prodotti finanziari, la proliferazione di condizioni di incertezza informativa e di incertezza nella collocazione del rischio tra gli operatori finanziari.

## **2. Tutela del risparmio e disciplina dei mercati finanziari (la legge 28 dicembre 2005, n. 262)**

Solo nel 2005 si è arrivati all'emanazione di una legge che rispondesse al-

---

<sup>14</sup> *Ibidem.*

<sup>15</sup> Ad esempio ha riconosciuto alle banche la legittimità di svolgere servizi di investimento nei confronti del pubblico, ma ha anche ampliato l'elenco dei soggetti autorizzati all'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico, che in via di principio è riservato alle sole banche (art. 18 TUF).

l'urgenza di dare un segnale di chiarezza e trasparenza al mercato creditizio e finanziario al fine di restituire fiducia ai risparmiatori: si tratta della legge 28 dicembre 2005, n. 262 "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari"<sup>16</sup> (entrata in vigore il 12 gennaio 2006). Essa interviene con modifiche e integrazioni su un'ampia gamma di norme preesistenti, in particolare sul TUF, sul TUB, sulla legislazione antitrust ma anche sul codice civile<sup>17</sup>. Del resto la tutela del risparmio, per essere efficace, non può che interessare diversi settori e discipline<sup>18</sup> ed avere dunque un carattere trasversale. Lo scopo principale della legge è quello di raggiungere, tramite l'applicazione di precise regole di *governance* societaria e nuove forme di operatività finanziaria, un soddisfacente livello di tutela dei risparmiatori e allo stesso tempo uno stabile equilibrio nel rapporto tra emittenti, intermediari ed investitori, equilibrio indispensabile per la stabilità dei sistemi economici. La legge n. 262/2005 ha trovato attuazione con il d.lgs. 28 dicembre 2006, n. 303 (che ha peraltro emendato la legge stessa introducendo rilevanti miglioramenti), e contiene in primo luogo modifiche alla disciplina delle società per azioni volte a costruire un sistema di *corporate governance* più efficace ed efficiente, ad es. tramite: l'elaborazione di forme di controllo sull'operato del management attuate all'interno del consiglio di amministrazione (attraverso la previsione degli amministratori indipendenti e di minoranza); l'abbassamento del *quorum* richiesto per l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità; la valorizzazione dei codici di autodisciplina delle società quotate; il rinnovamento del regime delle società di revisione volto a consolidarne l'indipendenza rispetto alla società controllata<sup>19</sup>. Inoltre la legge contiene disposizioni tese a: garantire la maggior trasparenza dei rapporti di partecipazione al capitale bancario e dei

---

<sup>16</sup> Il testo della legge è disponibile sul seguente sito: [www.camera.it/parlam/leggi/05262l.htm](http://www.camera.it/parlam/leggi/05262l.htm).

<sup>17</sup> Sulla legge n. 262 del 2005 e sulle successive modifiche apportate dal d.lgs. n. 303/2006 si vedano, fra i tanti, A. NIGRO-V. SANTORO (a cura di), *La tutela del risparmio*, Torino, Giappichelli, 2007; F. CAPRIGLIONE, *Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (legge n. 262/2005)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, n. 2, 125 ss.; ID. (a cura di), *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, Padova, Cedam, 2006; F. MERUSI, *Diritto contro economia. Resistenze all'innovazione nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Banca, Impresa, Società*, 2006, n. 1, 3 ss.; G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. società*, 2006, n. 1, 1 ss.; G. FERRARINI-P. GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Riv. società*, 2006, n. 4, 573 ss.; D. SICLARI, *Costituzione e autorità di vigilanza bancaria*, Padova, Cedam, 2007, 325 ss.; A. NIUTTA, *L'abrogazione dell'art. 100, 1° comma, lett. f) e le previsioni del nuovo art. 100-bis TUF nella c.d. «legge sul risparmio» (legge 28 dicembre 2005, n. 262) e nel «correttivo» (d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303): una proposta di ricostruzione sistematica*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2007, n. 1, 11 ss.

<sup>18</sup> P. ABBADESSA-F. CESARINI, *Introduzione*, in P. ABBADESSA-F. CESARINI (a cura di), *La legge per la tutela del risparmio*, Bologna, il Mulino, 2007, 7 ss.

<sup>19</sup> Sul punto si veda D. VATTERMOLI, *Art. 1*, in A. NIGRO-V. SANTORO (a cura di), *op. cit.*, 9 ss.

rapporti di finanziamento tra le banche e le imprese loro azioniste al fine di impedire conflitti di interesse; potenziare le sanzioni amministrative e penali in materia societaria; tutelare gli investitori con riguardo ai prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione; chiarire il riparto di competenze tra le diverse Autorità di regolamentazione e vigilanza (in particolare la legge riconosce all'Antitrust la competenza sulla concorrenza anche nel settore bancario) e garantire un miglior coordinamento di tali Autorità obbligandole a sviluppare forme di coordinamento per l'esercizio delle competenze loro attribuite. La legge tuttavia, pur incidendo sull'assetto istituzionale delle Autorità di vigilanza (Banca d'Italia, Antitrust, Consob, Isvap e Covip, *infra*), non arriva ancora a elaborare un disegno organico.

Per quanto riguarda la Banca d'Italia, le innovazioni introdotte dalla legge riguardano la modalità di nomina e di revoca, nonché la durata dell'incarico del Governatore; l'adozione del principio di collegialità; la determinazione del periodo di durata della carica di governatore; i conflitti d'interesse (reali o presunti) dei partecipanti al capitale della Banca, ove sottoposti alla vigilanza dello stesso Istituto, e le modificazioni da apportare al relativo assetto proprietario; l'obbligo di rispettare il principio di trasparenza dell'azione amministrativa. Inoltre, sempre con riguardo alla Banca d'Italia, la legge prevede principi generali riguardanti: i procedimenti per l'adozione di atti regolamentari e generali; i procedimenti per l'adozione di provvedimenti individuali; le nuove procedure di autorizzazione all'acquisizione di partecipazioni bancarie e alla fusione tra banche; il regime processuale dell'impugnazione degli atti delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari<sup>20</sup>. Altre rilevanti modifiche riguardano la Consob: la legge n. 262/2005 ne ha infatti potenziato ed ampliato le competenze in modo da rendere tale Autorità più capace di rispondere all'aumentato grado di complessità dell'assetto finanziario e della normativa comunitaria da attuare in materia<sup>21</sup>. In particolare, la legge ha ampliato la potestà regolamentare della Consob, inaugurando una vera e propria fase di "delegificazione"<sup>22</sup> e delegando ad essa l'emanazione di regolamenti attuativi e comunicazioni volti a raccordare la nuova disciplina con le altre normative di settore.

Infine la legge n. 262/2005 ha previsto una protezione diretta del rispar-

---

<sup>20</sup> D. SICLARI, *Costituzione e autorità di vigilanza bancaria*, cit., 358 ss.

<sup>21</sup> Sul punto si veda G. SCARSELLI, *Art. 27, 1° comma*, in A. NIGRO-V. SANTORO (a cura di), *op. cit.*, 462 ss.

<sup>22</sup> Lungi da indicare una sorta di *deregulation* il termine "delegificazione" indica "un intervento legislativo volto a consentire che una materia, attualmente regolata mediante l'impiego di una fonte legislativa, venga ad essere invece disciplinata, a partire da un certo momento, mediante l'impiego di una fonte regolamentare, abrogandosi la disciplina legislativa contemporaneamente all'entrata in vigore della disciplina regolamentare di essa, o restringendola alla semplice indicazione di una serie di principi al cui perseguimento la disciplina regolamentare deve essere orientata" (A. PIZZORUSSO, *Delegificazione*, in *Enc. dir.*, agg. III, Milano, 1999).

mio mediante l'istituzione di un fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori e di un sistema di indennizzo, la previsione di apposite procedure di conciliazione e arbitrato per la decisione delle controversie tra risparmiatori e intermediari, la creazione di una disciplina *ad hoc* per ridurre i casi di conflitti di interesse<sup>23</sup>. In particolare, l'art. 9 conferisce al Governo il potere di adottare decreti legislativi diretti a "disciplinare i conflitti d'interesse nella gestione dei patrimoni degli organismi d'investimento collettivo del risparmio, dei prodotti assicurativi e di previdenza complementare e nelle gestioni su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi" e detta i principi e i criteri cui debba attenersi l'intervento del Governo in materia, mentre l'art. 27 delega al Governo: l'istituzione, in materia di servizi di investimento, di procedure di conciliazione e di arbitrato e di una Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob; la creazione di un sistema di indennizzo a favore degli investitori e dei risparmiatori; la creazione di un fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori gestito dalla Consob; infine l'adozione di uno statuto dei risparmiatori e degli investitori e un codice di comportamento degli operatori finanziari<sup>24</sup>. Proprio per il suo carattere di delega, l'art. 27 non detta una disciplina completa ed esaustiva, ma indica solo i criteri cui debba attenersi il Governo nell'adottare il decreto legislativo concernente il sistema di indennizzo, il fondo di garanzia e le nuove procedure di arbitrato e conciliazione in materia di servizi di investimento. Il decreto con cui il Governo è intervenuto in materia, d.lgs. 8 ottobre 2007, n. 179 ("Istituzione di procedure di conciliazione e arbitrato, sistema di indennizzo e fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori in attuazione dell'art. 27, 1° e 2° comma della legge 28 dicembre 2005, n. 262"), non sembra tuttavia aggiungere molto ai "principi e criteri direttivi" enunciati all'art. 27, legge n. 262/2005 e anzi contiene alcune lacune e imprecisioni definitorie – ad es. con riguardo all'intercambiabilità dei termini "risparmiatore" e "investitore"<sup>25</sup> – che non contribuiscono a chiarire la disciplina. Il decreto demanda alla Consob l'emanazione dei regolamenti di attuazione entro 12 mesi dall'entrata in vigore del decreto (entro dicembre 2008), ma al momento la Consob ha emanato solo il regolamento relativo alla Camera di conciliazione e di arbitrato (dicembre 2008). Si dovrà quindi attendere l'emanazione dei regolamenti relativi alla definizione dei criteri di determinazione dell'indennizzo e di gestione del fondo di garanzia per avere un quadro completo e concreto degli strumenti di tutela dei ri-

---

<sup>23</sup> Cfr., in tema, M. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, Cedam, 2007, 316 ss.

<sup>24</sup> Si vedano estesamente: G. SCARSELLI, *op. cit.*, *passim* e V. CARIDI, *Art. 27, 2° e 3° comma*, in A. NIGRO-V. SANTORO (a cura di), *op. cit.*, 479 ss.

<sup>25</sup> Sul punto si veda R. CARLEO, *Gli strumenti di tutela di risparmiatori e investitori istituiti presso la Consob: procedure di conciliazione e arbitrato, sistema di indennizzo e fondo di garanzia*, in F.S. MARTORANO-V. DE LUCA (a cura di), *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, Milano, Giuffrè, 2008, 361 ss.

sparmiatori effettivamente adottati. Lo stesso vale per lo statuto dei risparmiatori e per il codice di comportamento degli operatori finanziari che non sono ancora stati emanati.

La legge sul risparmio ha dato luogo a reazioni contrastanti. Salutata da alcuni come un passo necessario e una reazione adeguata a porre rimedio agli effetti degli scandali finanziari precedenti, è stata da altri fortemente criticata come un provvedimento dagli scopi meramente politici, mal strutturato e pieno di difetti tecnici. Tra i meriti della legge si citano quello di aver rafforzato il coordinamento tra le singole Autorità di vigilanza e precisata l'individuazione degli obiettivi delle priorità di vigilanza e delle competenze delle singole Autorità in modo da evitare sovrapposizioni e duplicazioni di norme (e di costi)<sup>26</sup>, nonché quello di aver rinnovato la disciplina dei controlli contabili potenziando le responsabilità degli amministratori per le dichiarazioni non veritiere<sup>27</sup>. Anche l'introduzione di disposizioni di ambito procedurale volte a facilitare la tutela dei risparmiatori e degli investitori è stata accolta, almeno in parte, positivamente. Molti sono tuttavia anche gli aspetti criticati: in primo luogo, si è lamentata la mancanza di organicità<sup>28</sup>, ma anche e soprattutto l'eccessivo uso dello strumento della delega, utilizzato troppo copiosamente e spesso in modo generico, senza precise indicazioni di natura precettiva, quasi che il legislatore poco si sia curato dell'effettivo contenuto della disciplina, "preoccupato soprattutto di poter formalmente annunciare ed elencare riforme, vere e presunte, a beneficio di un elettorato poco consapevole"<sup>29</sup>. Anche l'ampliamento dei poteri della Consob è stato oggetto di critica in quanto, presentando dimensioni considerevoli e non essendo accompagnato da un adeguamento delle risorse, rischia di condurre ad una "paralisi amministrativa" o ad una diminuzione dell'efficacia dell'operato della Consob o ancora ad una "pesante amministrativizzazione del diritto dei mercati finanziari"<sup>30</sup>. Vi sono poi critiche puntuali riferite a singole disposizioni e ambiti di applicazione<sup>31</sup>, ad esempio si lamenta l'eccessiva genericità delle disposizioni relative alla tutela dei risparmiatori contenute nell'art. 27, la mancata introduzione di una appropriata disciplina delle *class action* l'insoddisfacente intervento sulla disciplina del conflitto di interesse nelle operazioni delle banche con amministratori e parti correlate

---

<sup>26</sup> V. DE LUCA, *Lo spazio regolatorio delle autorità indipendenti tra principi di buona regolazione e garanzie procedurali*, in F.S. MARTORANO-V. DE LUCA (a cura di), *op. cit.*, 314 ss., spec. 322.

<sup>27</sup> S. MICOSSI, *Cose buone e cose da sistemare nella legge sul risparmio*, in P. ABBADESSA-F. CESARINI (a cura di), *op. cit.*, 267 ss.

<sup>28</sup> G. FERRARINI, *La legge sul risparmio, ovvero un pout-pourri della corporate governance*, cit., 573 ss.

<sup>29</sup> G. ROSSI, *op. cit.*, 1 ss.

<sup>30</sup> *Ibidem*.

<sup>31</sup> Cfr. P. ABBADESSA-F. CESARINI, *Introduzione*, cit., 7 ss. Cfr. anche gli altri contributi del volume per un'analisi critica dei singoli aspetti.

e, non in ultimo, la lentezza che sta tutt'ora caratterizzando l'attuazione della legge. Si tratta comunque ancora di un quadro normativo in movimento e bisognerà attendere tutti i decreti e i regolamenti attuativi per poter dare una valutazione oggettiva dell'impatto della legge sulla disciplina del risparmio e del mercato finanziario e creditizio in Italia.

Tra i più recenti provvedimenti in materia di mercati finanziari, vigilanza e regolamentazione si segnalano infine le disposizioni dei decreti-legge 9 ottobre 2008, n. 155, 13 ottobre 2008, n. 157 e 29 novembre 2008, n. 185, emanati per contrastare la crisi dei mercati finanziari, che hanno potenziato l'esercizio delle funzioni di vigilanza del Governo e quindi dato avvio ad una nuova fase di ingerenza pubblica nel sistema bancario<sup>32</sup>, secondo una tendenza tipica dei momenti di crisi e che si riscontra anche negli altri Paesi della UE (*infra*). Al Ministero dell'economia e delle finanze, ad esempio, è stato conferito il potere di sottoscrivere (fino al 31 dicembre 2009), su specifica richiesta delle banche interessate, strumenti finanziari computabili nel patrimonio di vigilanza delle stesse. Inoltre, è stata prevista l'istituzione, presso le Prefetture, di uno speciale osservatorio sul finanziamento all'economia cui partecipino anche i soggetti interessati: ciò per permettere al Ministro dell'economia e delle finanze di riferire periodicamente al Parlamento fornendo dati disaggregati per regione e categoria economica<sup>33</sup>.

### 3. La normativa europea e il recepimento nell'ordinamento italiano

Per completare il quadro della legislazione italiana in materia di risparmio occorre infine fare brevi accenni alla disciplina europea e al suo recepimento nel sistema italiano. Il quadro normativo italiano delineato dalla legge n. 262/2005 è stato infatti sottoposto a numerose modifiche ed emendamenti dettati dalla necessità di adeguamento alla normativa europea che, a partire dal 2003,

---

<sup>32</sup> Sul punto si veda G. COLAVITTI, *Profili costituzionali della vigilanza bancaria. Autonomia dell'impresa bancaria e crisi di sistema*, 12 novembre 2008, 3, in [www.associazionedeicostituzionalisti.it](http://www.associazionedeicostituzionalisti.it); cfr. anche D. SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009, n. 1, 45 ss. (le citazioni sono riprese dal testo in formato elettronico disponibile sul sito: [dejure.giuffre.it](http://dejure.giuffre.it)). Siclari evidenzia per altro che tali decreti-legge prevedono che le misure di attuazione siano disposte con decreti del MEF di natura regolamentare, "al fine evidente di sottrarli ai controlli previsti per i regolamenti ministeriali dall'art. 17, 3° comma della legge n. 400/1988, e in particolare al vaglio in sede consultiva del Consiglio di Stato" (*ibidem*). Recentemente: G. ANDREANI-F. GIOMMONI, *La riforma della disciplina fiscale dei fondi di investimento: un'altra occasione mancata*, in *Corr. trib.*, 2010, n. 2, 126-132.

<sup>33</sup> A ciò si è aggiunta la sentenza della Corte cost. del 18 febbraio 2010, n. 52 in tema di competenza esclusiva dello Stato nella materia della stipula del risparmio e mercati finanziari, di cui all'art. 117, 2° comma, lett. e), Cost. nonché in tema di contratti derivati denominati "Swap". Sul punto F. ARCADIO, *Un giudizio di un emerito costituzionalista, in materia di contratti derivati, in tema di Swap anche la sentenza della Corte costituzionale in merito alla contestazione delle Regioni Veneto e Calabria*, in *Ammin. it.*, 2010, n. 3, 360-366.

ha conosciuto numerosi interventi volti a creare un mercato finanziario europeo competitivo, efficiente e soprattutto unico e integrato. Al 2003 risale la direttiva “Market abuse” (2003/6/CE, del Parlamento europeo e del Consiglio, 28 gennaio 2003, in G.U.U.E. L 96 del 12 aprile 2003, 16-25) relativa all’abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato<sup>34</sup>, mentre nel 2004 è stata emanata la direttiva 2004/39/CE (del Parlamento europeo e del Consiglio 21 aprile 2004, in G.U.U.E. L 145, 30 aprile 2004, 1-44), relativa ai mercati degli strumenti finanziari (“Markets in Financial Instruments Directive” o MiFID) con cui è stata abrogata la precedente normativa comunitaria dettata dalla direttiva 93/22/CE (del Consiglio, 10 maggio 1993, in G.U.C.E. L 141, 11 giugno 1993, 27-46) relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (“Investment Services Directive” o ISD) e si è ridisegnato il quadro normativo di riferimento in materia di intermediari e mercati al fine di armonizzare al massimo la disciplina del settore finanziario negli Stati membri e garantire un alto livello di tutela degli investitori e pari condizioni alle imprese di investimento in tutto il territorio della UE<sup>35</sup>. Tale disciplina, di centrale importanza per tutti gli Stati membri, ha trovato attuazione nella direttiva attuativa 2006/73/CE (della Commissione, 10 agosto 2006, in G.U.U.E. L 241, 2 settembre 2006, 26-58) riguardante i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell’attività delle imprese di investimento, e nel regolamento attuativo 1287/2006/CE della Commissione (del 10 agosto 2006, in G.U.U.E., L 241, 2 settembre 2006, 1-25), recante modalità di esecuzione della direttiva MiFID per quanto riguarda gli obblighi in materia di registrazione per le imprese di investimento, la comunicazione delle operazioni, la trasparenza del mercato e l’ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione. In Italia, la legge 18 aprile 2005, n. 62 ha conferito al Governo italiano la delega per il recepimento sia della direttiva 2003/6/CE che della direttiva MiFID e delle rispettive direttive attuative. Tuttavia l’effettivo recepimento della MiFID nel-

---

<sup>34</sup> Sulla disciplina europea sugli abusi di mercato si rimanda a F. FRANCONIERO, *Market abuse e tutela del consumatore*, in S. AMBROSINI-P.G. DEMARCHI (a cura di), *Banche, consumatori e tutela del risparmio*, Milano, Giuffrè, 2009, 3 ss. A tale direttiva sono seguite rilevanti direttive attuative, in particolare la direttiva 2003/124/CE recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE con riguardo alla definizione e alla comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato; la direttiva 2003/125/CE recante modalità di esecuzione per ciò che concerne la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico dei conflitti di interesse; la direttiva 2004/72/CE recante modalità di esecuzione per quanto riguarda le prassi di mercato ammesse, la definizione dell’informazione privilegiata in relazione agli strumenti derivati su merci, l’istituzione di un registro delle persone aventi accesso alle informazioni privilegiate e la segnalazione di operazioni sospette.

<sup>35</sup> Cfr. A. MEIANI, *La direttiva MiFID*, in F.S. MARTORANO-V. DE LUCA (a cura di), *op. cit.*, 280 ss. Cfr. anche F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, Cedam, 2008; J.-E. PARSTCH, *Droit bancaire et financier européen*, Bruxelles, Larcier, 2009; J.d. HAAN-S. OOSTERLOO-D. SHOENMAKER, *European Financial Markets and Institutions*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009.

l'ordinamento giuridico italiano si è avuto solo nel 2007 con l'emanazione del d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164 (che ha introdotto nel TUF le regole e i principi generali contenuti nelle fonti comunitarie), e con l'adozione dei regolamenti delle Autorità di vigilanza cui il legislatore ha demandato il compito di definire la normativa in dettaglio: si tratta in particolare del Regolamento Consob n. 16190 in materia di intermediari e del Regolamento Consob n. 16191 in materia di mercati pubblici entrambi nel S.O. n. 222 della *Gazzetta Ufficiale* n. 255 del 2 novembre 2007, nonché del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob in materia di gestione collettiva del risparmio e di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento.

Il recepimento della normativa comunitaria è andato così ad incidere sul quadro normativo disegnato dalla legge n. 262/2005 e l'intero processo di ristrutturazione e armonizzazione della disciplina finanziaria e creditizia e della tutela del risparmio si presenta ancora *in itinere* e lungi dall'essere concluso. Peraltro, l'adeguamento alla normativa comunitaria in materia di tutela del risparmio, se da un lato ha avuto effetti positivi quali la diffusione di *best practices*, l'inizio di un processo di armonizzazione della disciplina nell'area UE, la facilitazione del coordinamento a livello sovranazionale, non è (né è stato) privo di criticità: con particolare riguardo alla tutela dei risparmiatori, ad esempio, in Italia si è verificata la tendenza ad attuare la disciplina comunitaria senza tenere conto in modo adeguato della specificità della situazione del nostro Paese e soprattutto della composizione dei portafogli delle famiglie e della scarsa educazione finanziaria dei piccoli risparmiatori (non ancora adeguatamente sostenuta da politiche pubbliche). Tale specificità avrebbe reso (e renderebbe) necessaria, lì dove consentito dalla disciplina comunitaria, una normativa aggiuntiva e più consona all'attuale situazione dei risparmiatori italiani<sup>36</sup>.

#### 4. Problemi aperti

A livello comunitario sussistono peraltro ancora problemi di coordinamento dell'attività di vigilanza svolta dalle Autorità dei singoli Paesi, nonostante gli sforzi compiuti al fine di potenziarne la collaborazione e l'azione coordinata<sup>37</sup>.

L'attuale quadro regolatorio internazionale infatti, che risulta ancora inef-

---

<sup>36</sup> Sul punto si veda P. FLORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento tra nuova e vecchia disciplina*, in S. AMBROSINI-P.G. DEMARCHI (a cura di), *op. cit.*, 125 ss., spec. 180.

<sup>37</sup> J.H. FREIS, *The Proposals of the Larosière Group on the Future of Financial Supervision in the European Union*, e T.C. BAXTER-D. GROSS, *European Supervisors in the Credit Crisis: Issues of Competence and Competition*, in M. GIOVANOLI-D. DEVOS (a cura di), *International Monetary and Financial Law: the Global Crisis*, Oxford, Oxford University Press, 2010, e nello stesso volume, J.-V. LOUIS, *The Basel Committee and EU Banking Regulation in the Aftermath of the Credit Crisis*.

ficiente, frammentato e privo di legittimazione politica<sup>38</sup>, si è dimostrato inadeguato a controllare il rischio dei mercati finanziari in relazione alla tutela dei risparmiatori. La crisi finanziaria pone l'urgenza di un maggior coordinamento dell'azione delle Autorità di vigilanza, sia a livello comunitario che internazionale, e di una riforma puntuale della regolazione che permetta di controllare in modo efficace l'operato dei gruppi bancari e finanziari che, a seguito delle fusioni avvenute negli ultimi anni, svolgono ormai l'attività presso più Paesi, con i conseguenti rischi di contagio transnazionale<sup>39</sup>. Tale processo di riforma è reso difficile, a livello europeo, non solo dalle diverse strutture di vigilanza presenti nei vari Paesi, dal moltiplicarsi delle Autorità e dalle differenti caratteristiche e competenze delle stesse, ma anche da un quadro giuridico-istituzionale che, nonostante gli sforzi di armonizzazione compiuti, risulta ancora fortemente differenziato nei singoli Stati membri.

Inoltre vi sono casi, quale quello italiano, almeno fino alle recenti riforme, in cui la collaborazione e il coordinamento risultano problematici già all'interno del contesto nazionale, cioè tra le diverse Autorità presenti nello stesso Paese – aspetto che ha poi ovviamente ricadute negative sulla collaborazione a livello sovranazionale. In Italia, la vigilanza sul sistema creditizio e finanziario risulta infatti affidata a molteplici istituzioni: per quanto riguarda le banche e le assicurazioni, essa è attribuita rispettivamente alla Banca d'Italia e all'Isvap, mentre per il controllo sulla prestazione di servizi di investimento le competenze sono ripartite tra la Banca d'Italia e la Consob, a seconda che l'interesse perseguito sia la stabilità del sistema o la trasparenza dei comportamenti<sup>40</sup>. Al vertice del sistema creditizio troviamo poi il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR), che ha compiti di indirizzo e di alta vigilanza in materia di credito e tutela del risparmio, il Ministero dell'economia e delle finanze, responsabile politicamente dell'andamento del settore creditizio, e la stessa Banca d'Italia. La presenza di una struttura di vigilanza così composita permette effettivamente di avere una rete di autorità e poteri con alta specializzazione tecnica e strumenti di controllo diversificati ed offre la possibilità di una raccolta (e uno scambio) di informazioni più ricca e differenziata. Tuttavia da più parti si è sollevata la questione di una eventuale riforma del sistema di vigilanza che porti ad un accentramento dei controlli in una sola autorità, in

---

<sup>38</sup> K. ALEXANDER-R. DHUMALE-J. EATWELL, *Global Governance of Financial Systems. The International Regulation of Systemic Risk*, Oxford, Oxford U.P., 2005.

<sup>39</sup> D. SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, cit.

<sup>40</sup> S. CASSESE (a cura di), *La nuova Costituzione economica*, Roma-Bari, Laterza, 2007; cfr. anche D. SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, cit. Recentemente, per uno studio particolarmente attento ai mercati finanziari: P. CRAIG, *EU Financial Regulation: from Harmonization to the Birth of EU Federal Financial Law*, in P. BIRKINSHAW-M. VARNEY (a cura di), *The European Union Legal Order After Lisbon*, Alphen aan Den Rijn, Kluwer Law International, 2010, e R. SMITS, *European Supervisors in the Credit Crisis: Issues of Competence and Competition*, in M. GIOVANOLI-D. DAVOS (a cura di), *op. cit.*

quanto ciò consentirebbe di avere una visione di insieme dei mercati e un'azione di vigilanza più coerente, soprattutto alla luce dell'attenuazione dei confini tra gli intermediari e gli stessi mercati<sup>41</sup>. In questo modo, inoltre, gli intermediari impegnati in diverse attività finanziarie si rapporterebbero, nell'adempiimento delle regole imposte dall'autorità di vigilanza, ad un solo interlocutore e si eviterebbe che lo stesso intermediario venisse sottoposto a regole potenzialmente divergenti da autorità di controllo diverse<sup>42</sup>.

Al momento, l'unico provvedimento adottato al fine di ovviare agli aspetti negativi di tale frammentazione della struttura di vigilanza, se si eccettuano i provvedimenti presi con la legge n. 262/2005, è stata l'istituzione del Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria, un organo collegiale presieduto dal Ministro dell'economia e delle finanze e composto anche dal Governatore della Banca d'Italia, dal Presidente della Consob e dal Presidente dell'Isvap, che ha lo scopo di potenziare il coordinamento tra le Autorità nazionali di vigilanza sui diversi settori del mercato finanziario. Tale organo è stato istituito tramite la stipula del "Protocollo di intesa per la cooperazione in materia di stabilità finanziaria" del 7 marzo 2008, con cui le autorità in questione hanno disciplinato, su base volontaria e nel rispetto delle rispettive competenze, la cooperazione e lo scambio di informazioni e valutazioni per la salvaguardia della stabilità del sistema finanziario italiano e la prevenzione e la gestione delle crisi finanziarie con potenziali effetti di natura sistemica, incluse quelle con ripercussioni rilevanti in altri Paesi<sup>43</sup>. Tuttavia, per adesso, l'attività del Comitato ha suscitato seri dubbi circa la sua reale efficacia ed utilità e la sua istituzione sembra essere stata una "mossa politica" volta a ristabilire la fiducia dei risparmiatori e degli azionisti nelle autorità di vigilanza<sup>44</sup>.

## **5. Profili costituzionali e legislativi comparati della tutela del risparmio e della disciplina creditizia e finanziaria**

Il quadro comparato che emerge dallo studio dei Paesi europei, nonché degli USA, in materia di tutela del risparmio e di disciplina creditizia e finanziaria, è infatti decisamente composito. Vi è una grande diversificazione sia per quanto riguarda la normativa pubblicistica in materia di risparmio, sia per quel che concerne la natura e l'operato delle autorità di regolamentazione e

---

<sup>41</sup> Sulle diverse posizioni del dibattito relativo alla necessità di una concentrazione delle autorità di vigilanza si veda S. CASSESE (a cura di), *op. cit.*, 212.

<sup>42</sup> J.-P. VALETTE, *La régulation des marchés financiers*, in *Rev. dir. publ.*, 2005, n. 1, 183.

<sup>43</sup> Il Comitato è chiamato a riunirsi almeno due volte l'anno e comunque ogni volta che si manifesti un caso potenziale di crisi finanziaria di natura sistemica.

<sup>44</sup> D. SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, cit.