

BANCA D'ITALIA

Quaderni di ricerca giuridica

della Consulenza Legale della Banca d'Italia

**Evoluzione tecnica e disciplina giuridica
dell'intermediazione finanziaria**

di F. Capriglione



N. 1 - Ottobre 1985

BANCA D'ITALIA

Quaderni di ricerca giuridica

della Consulenza Legale della Banca d'Italia

**Evoluzione tecnica e disciplina giuridica
dell'intermediazione finanziaria**

di F. Capriglione

N. 1 - Ottobre 1985

L'analisi economica e tecnica, sulla quale si basa l'azione che la Banca d'Italia svolge quale banca centrale ed organo di vigilanza, si accompagna, con crescente impegno, a quella giuridica dei fenomeni creditizi e monetari e, più in generale, dei profili istituzionali dell'attività economica o comunque attinenti alle proprie funzioni.

All'interno dell'Istituto è attribuito alla Consulenza Legale, accanto alle funzioni contenziosa e consultiva, il compito di svolgere indagini e ricerche in materia giuridico-bancaria.

I «Quaderni di ricerca giuridica» intendono essere, nell'ambito della Banca d'Italia e del sistema bancario, strumento di diffusione di lavori prevalentemente prodotti da appartenenti alla Consulenza Legale ed originati da ricerche di specifico interesse per l'Istituto.

COMITATO DI COORDINAMENTO: *GIORGIO SANGIORGIO, PIETRO DE VECCHIS, FRANCESCO CARBONETTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE, VINCENZO MEZZACAPO*

I «Quaderni» riflettono esclusivamente le opinioni dei singoli autori e non intendono, quindi, rappresentare posizioni ufficiali della Banca d'Italia.

INDICE

	Pag.
1. Tutela del risparmio e mercato regolato	9
2. Disciplina degli intermediari creditizi	12
3. Segue: sistema normativo e forme di controllo	15
4. Segue: verso la deregolamentazione e la trasparenza bancaria	18
5. Disciplina dei valori mobiliari	21
6. Segue: ... e funzioni della CONSOB	24
7. Innovazione finanziaria e nuovi intermediari	30
8. Segue: l'attività di «merchant banking» e lo sviluppo industriale	34

Questo scritto riproduce sostanzialmente una relazione svolta al Convegno di studi su «La regolamentazione giuridica dell'attività economica» organizzato dalla Facoltà di economia e commercio dell'Università di Torino (giugno 1985).

1. Tutela del risparmio e mercato regolato

In un momento, come l'attuale, nel quale da più parti si avanzano valutazioni ed interpretazioni delle profonde modifiche in atto nel nostro sistema finanziario, appare particolarmente opportuna una ricerca volta ad identificare le linee-guida del processo evolutivo della legislazione economica italiana. L'analisi, mettendo in evidenza i nessi tra disciplina giuridica e modello di mercato, consente infatti di individuare le scelte del legislatore nella regolamentazione del fenomeno finanziario. La ricostruzione del quadro istituzionale, nella identificazione dei caratteri organizzativi e funzionali degli «schemi» adottati, non può non tenere conto anche dei risultati della ricerca economica, alla luce dei quali è possibile un più compiuto approfondimento dello stesso processo evolutivo della normativa.

E' noto come la fisionomia del sistema finanziario italiano sia caratterizzata da una scarsa tendenza verso forme di impiego diretto del risparmio dai centri di formazione a quelli di allocazione dello stesso (1). Tale circostanza, riscontrabile fin dalle origini del processo di industrializzazione (2), offre la motivazione tecnica all'orientamento della disciplina giuridica del mercato finanziario, inteso quale punto d'incontro tra posizioni deficitarie ed eccedentarie di disponibilità (3). Questa è, infatti, prevalentemente volta alla regolamentazione degli intermediari, più che a quella delle forme di investimento diretto del risparmio. La qualificazione dell'attività intermediatrice si realizza attraverso la tipizzazione dei soggetti che la pongono in essere (4): alla specificazione di questi corrisponde una diversificazione del prodotto fornito, che riflette gradi diversi di professionalità. Il pluralismo delle strutture si esprime, quindi, in termini di correlazione tra varietà soggettiva degli intermediari e differenziazione dei canali di finanziamento. Non si rinvergono, peraltro, particolari elementi di distinzione nei modelli contrattuali, nei quali trova esplicazione la funzione in-

(1) Sui caratteri del sistema finanziario italiano cfr. per tutti CESARINI-ONADO, *Struttura e stabilità del sistema finanziario*. Bologna 1979, ove l'analisi economica fa da base per una verifica dei problemi della relativa stabilità. Colgono la evoluzione verificatasi negli ultimi anni MONTI-ONADO, *Il mercato monetario e finanziario in Italia*. Bologna 1985, ove viene offerta una compiuta disamina delle nuove tecniche operative e degli attuali assetti dei circuiti finanziari.

(2) Cfr. sul punto PONTOLILLO, *Relazione al Convegno di studi su «Intermediari finanziari e mercato dei capitali»*, organizzato dal Centro interdisciplinare per lo studio dei problemi economici, giuridici e sociali, (Gardone-Riviera, settembre 1984), in *Atti*, Como 1985, p. 14 e ss.

(3) Si rinvia alla Relazione della Commissione MONTI-CESARINI-SCOGNAMIGLIO (istituita dal Ministro del Tesoro), Roma Istituto Poligrafico italiano 1982, per l'individuazione delle principali tendenze di lungo periodo del mercato finanziario del nostro paese.

(4) Sottolinea, con particolare attenzione, tale carattere del sistema finanziario italiano CAM-MARANO, *Tutela del risparmio e fondi comuni d'investimento*, in B.B.T.C. 1982, I, p. 504 e ss., in particolare p. 510, il quale da esso fa derivare «come conseguenza una tipizzazione degli strumenti finanziari offerti ai risparmiatori». In argomento, tra gli altri, vedasi anche COSTI, *Le istituzioni finanziarie degli anni ottanta*. Bologna 1984, p. 7 e ss.

termediatrice, se non con riferimento all'oggetto dell'attività negoziale. La comune natura privatistica degli schemi adottati appare, infatti, idonea ad assicurare nelle diverse fattispecie un'adeguata composizione degli interessi delle parti; e ciò a prescindere dalla valutazione della posizione non paritaria dei contraenti che sembra evidenziare un rispetto solo formale del criterio dell'autonomia (1), (2).

La mancanza di una definizione legislativa unitaria della figura dell'intermediario finanziario — nel sottolineare l'esigenza di una ricostruzione sistematica delle diverse ipotesi (normativamente previste) cui appare riconducibile la differente tipologia operativa — non esclude la possibilità di individuare criteri unificanti fondati sulla rilevanza sociale di talune componenti dell'attività finanziaria. Questi sembrano ravvisabili nella sottoposizione degli intermediari ad un sistema di controlli pubblici che si ricollega ad un interesse generale di «tutela del risparmio», al quale è stato riconosciuto nel nostro ordinamento rilevanza costituzionale (art. 47 Cost.) (3).

Si individua, pertanto, un'opzione normativa per un «mercato regolato», ispirata dall'intento di assicurare la stabilità economico-finanziaria dei soggetti che svolgono un'attività intermediatrice nella raccolta di risparmio tra il pubblico (o che a quest'ultimo faccia «appello» per il reperimento di fondi da destinare ad investimenti) e, per questa via, la salvaguardia dell'interesse dei risparmiatori. Nel contempo, la presenza di un intermediario autorizzato, frapponendo un diaframma al coinvolgimento dei risparmiatori nell'attività di impiego dei mezzi finanziari rivenienti dalla raccolta, segna una netta linea di demarcazione nella identificazione delle forme di tutela (che, per l'appunto, s'individuano con esclusivo riferimento a siffatta ipotesi). Da qui la nota distinzione tra «risparmio consapevole» e «risparmio inconsapevole», enunciata in letteratura per indicare il diverso regime predisposto dall'ordinamento in relazione alla differente destinazione funzionale che esso presenta (4).

(1) In tal senso cfr. MEZZACAPO, *Il controllo sui fondi comuni: intermediazione nel credito e tutela del risparmiatore*, in B.B.T.C. 1985, I, p. 240.

(2) Deve ritenersi, infatti, che in materia ricorra la stessa problematica che si pone con riferimento ai negozi giuridici conclusi a mezzo di schemi uniformi: sul tema cfr. BESSONE, *Contratti standard, strategia d'impresa e l'equivoco delle formule sulla tutela del consumatore*, in Riv. soc. 1979, p. 103; BIANCA, *Le condizioni generali di contratto*, Milano 1979, vol. I, e Milano 1981, vol. II.

(3) Da tempo, la dottrina ha analizzato i diversi aspetti della problematica del controllo pubblico sugli enti creditizi. L'opera di GIANNINI, VIGNOCCHI, GUARINO, CASSESE, NIGRO, FERRI, COSTI, MINERVINI, PORZIO, PARONI GRIFFI, VITALE, MERUSI, CAPACCIOLI, BELLI, ORTINO ed altri ha contribuito a dirimere le questioni interpretative che in materia si pongono. Il dibattito, volto a mettere in evidenza i caratteri del modello organizzativo bancario, si è soffermato sulle strutture di vertice e sui poteri delle autorità creditizie, nonché sui riflessi di tale azione di controllo sull'essenza e sulla qualificazione giuridica dell'attività posta in essere dalle banche; per una valutazione complessiva della tematica cfr. il nostro *L'impresa bancaria tra controllo e autonomia*, Milano 1983, in particolare, p. 37 e ss. e bibliografia ivi richiamata.

Sulla rilevanza costituzionale del principio della tutela del risparmio v. MERUSI, *Commento all'art. 47 Cost.*, in *Commentario alla Costituzione*, a cura di BRANCA, Bologna-Roma 1980, p. 165 e ss.; GIANNINI, *Diritto Pubblico dell'economia*, Bologna 1977, p. 202 e ss.

(4) Per una chiarificazione di siffatto ambito funzionale della nozione di risparmio, cfr. RUTA, *Il risparmio nel sistema della legislazione bancaria*, Milano 1965, in particolare cap. I; recentemente una reimpostazione di tale distinzione è stata fatta da MINERVINI, *Intervento alla Tavola rotonda organizzata dal C.E.D.I.B. presso la facoltà di Economia e Commercio dell'Università di Roma su «La legge delega di attuazione della prima Direttiva Comunitaria in materia creditizia»* (19 aprile 1985).

A fronte dell'ampia protezione accordata al risparmio che affluisce nella sfera dell'intermediazione istituzionalizzata, sorprende la limitazione della disciplina ad alcune categorie soltanto di intermediari finanziari, dal momento che l'assenza di regolamentazione per altre potrebbe essere d'impedimento ad un'ordinata evoluzione delle strutture (1). Permangono, altresì, talune zone d'ombra nella individuazione delle forme di tutela, attesi i criteri non omogenei con cui si è proceduto dal legislatore nel perseguire siffatto obiettivo; e ciò a prescindere dalla configurazione di casi di abusivismo resi possibili anche da incoerenze del sistema. Così, mentre sembra non possano sussistere dubbi a riconfermare in un ambito di raccolta adeguatamente protetta quella che si riscontra nelle negoziazioni tipiche dell'attività assicurativa (pur se limitatamente a taluni rami di questa) allorché svolta in via diretta dalle imprese assicuratrici (2), perplessità sono giustificate con riguardo alla doppia intermediazione che può in taluni casi realizzarsi mediante rapporti di brokeraggio, in presenza dei quali non è fuor di luogo parlare di un «affievolimento» della salvaguardia dei risparmiatori (3)

(1) Evidenziano «i dissensi» che si rinvergono sulla disciplina degli intermediari finanziari non bancari COSTI, *Le istituzioni finanziarie degli anni ottanta*, cit. p. 240 e CAPRIGLIONE-MEZZACAPO, *Evoluzione del sistema finanziario italiano e attività di «merchant banking»*, in *Bancaria* 1985, p. 293 e ss.

(2) Sulla natura intermediatrice dell'attività svolta dalle imprese di assicurazione, cfr. tra gli altri, VOLPE-PUTZOLU, *Assicurazioni sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, in *Giur. Comm.* 1984, p. 227 e ss.; CASTELLANO-COSTI, *Attività bancaria e attività assicurativa nell'intermediazione finanziaria*, in *AA.VV., Profili di concorrenza e di integrazione fra attività bancaria e assicurativa*, Milano 1985, p. 3 e ss.; sotto il profilo tecnico v. FERRARI A., *Gli intermediari finanziari non bancari*, Milano 1978, p. 43 e ss..

(3) La necessità di assicurare forme di tutela giuridica ai rapporti posti in essere da «brokers» di assicurazione — onde garantire un'adeguata professionalità degli stessi, nonché condizioni patrimoniali idonee a far fronte agli impegni assunti — ha indotto il legislatore ad emanare la legge 28 novembre 1984, n. 782, concernente l'istituzione e il funzionamento dell'albo dei mediatori di assicurazione. I tratti fondamentali di tale legge riguardano in particolare: la definizione dell'attività di mediatore di assicurazione o broker, con garanzie di indipendenza dalle imprese ed obbligo di assistenza alla clientela (art. 2); istituzione dell'albo di categoria (art. 3); determinazione delle condizioni per l'iscrizione all'albo (art. 4) e costituzione di un fondo di garanzia operante nell'ambito del Ministero dell'Industria con obbligo per i brokers di stipulare una polizza di responsabilità civile per negligenza o errori professionali, comprensiva della garanzia per infedeltà dei dipendenti.

Dopo che, con la legge 12 agosto 1982, n. 576, il sistema assicurativo è stato assoggettato ad un intenso controllo amministrativo, che fa capo tanto ad autorità di governo (CIPE e Ministro dell'Industria) quanto ad istituzioni pubbliche (I.S.V.A.P.) — in ragione anche del fatto che «tra l'ordinamento bancario e quello assicurativo sono riscontrabili notevoli analogie... (in quanto)... sia le banche che le assicurazioni sono soggetti qualificati ed autorizzati a svolgere un'attività finanziaria, la quale coinvolge, sia pure con diverse prospettive, un'esigenza di tutela del pubblico» (così CIOCCA-CARBONETTI, *Il margine di solvibilità. Riflessi sul controllo*, in *Quaderni CIRSA*, n. 11 del 1982, p. 37), il legislatore non ha potuto omettere di occuparsi della tutela del risparmio indirizzato, tramite i brokers, agli istituti di assicurazione.

Per un commento alla l. n. 576 del 1982 e alle funzioni dell'ISVAP, cfr. CASSESE, *Gli organi dell'ISVAP*, in *Giur. Comm.* 1984, I, p. 221 e ss.. Sul dibattito giuridico relativo alla figura del broker, cfr. PARTESOTTI, *Gli intermediari di assicurazioni*, in *Assicurazioni*, 1971, I, p. 413; LOMBARDO, *Considerazioni sulla posizione giuridica del broker in Italia*, in *Assicurazioni*, 1971, I, p. 447 e ss.; BONILINI, *Sulla qualificazione giuridica del rapporto di brokeraggio*, in *Giust. civ.* 1980, I, 2162; CARRIERO, *Sulla figura giuridica del broker*, in *Foro It.*, 1981, I, c. 750; PIZZIGATI, *Profili giuridici del broker d'assicurazione*, in *Assicurazioni* 1981, II, p. 156; TRICOLI, *Broker si traduce mediatore o prestatore d'opera intellettuale?*, in *Corriere giuridico* 1985, p. 199 e ss.; BIN, *Broker di assicurazione*, in *Contratto e impresa* 1985, p. 531 e ss..

2. Disciplina degli intermediari creditizi

Come la delineata impostazione normativa sia maturata evolvendo dai primi interventi di regolamentazione dei rapporti economici e in quali termini su di essa abbiano influito talune teorie (elaborate in Paesi stranieri) sul controllo del capitale finanziario, è difficile a dirsi (1). Del pari, indagine di non sicuro esito è quella tendente ad accertare quanto il clima di limitata cultura finanziaria, imperante in Italia nei primi decenni del secolo, abbia ritardato la formazione di un disegno legislativo organico volto a consentire ai pubblici poteri un penetrante controllo del mercato.

Certamente il divario che il nostro Paese presenta rispetto agli altri Paesi europei nell'avvio del processo di industrializzazione e la endemica carenza di capitali che ha caratterizzato la nostra storia economica (2) devono aver svolto un importante ruolo nell'affermarsi, durante gli anni trenta, di una concezione d'interventismo pubblico in economia: a questa, probabilmente, non è stato estraneo l'orientamento ideologico di cui Walter Rathenau fu assertore in Germania (3). In tale ordine logico s'inquadrano le scelte politiche che nella sottoposizione a vigilanza pubblica del settore creditizio ravvisano la via da seguire per assicurare lo sviluppo dei settori produttivi (4). Viene, quindi, predisposta una strumentazione normativa che, nel riflettere istanze dirigistiche, raccoglie, come è stato sot-

(1) Ci si riferisce all'opera di R. HILFERDING, *Il Capitale finanziario*, Milano 1961 (trad. it. dall'edizione orig. *Das Finanz Kapital*, 1910) che nell'analisi del processo di concentrazione tra capitale industriale e capitale finanziario, quale appariva desumibile dall'esperienza tedesca, coglie un momento essenziale del capitalismo europeo. È evidente come la correlazione tra le modalità di accumulazione reale e finanziaria e le forme esplicative dell'attività bancaria assurga, in tale contesto, a prioritario punto di riferimento nella ricerca degli schemi organizzativi del sistema economico.

(2) Cfr. SARACENO, *Le radici della crisi economica*, Svimez 1976; ROMEO, *Breve storia della grande industria in Italia*, Bologna 1961; ID., *La rivoluzione industriale dell'età giolittiana*, in «La formazione dell'Italia industriale» a cura di CARACCILO, Bari 1969; CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia 1894-1906*, vol. II, Milano 1975; TONIOLO, *l'economia italiana tra il 1919 e il 1939. Breve sintesi macroeconomica*, in *AA.VV., Banca e industria tra le due guerre* (ricerca promossa dal Banco di Roma in occasione del suo primo centenario), Bologna 1981, p. 15 e ss.; CIANCI, *La nascita dello stato imprenditore in Italia*, Milano 1977, cap. I.

(3) La ricerca di nuove forme di equilibrio delle strutture capitalistiche, che si rinviene negli scritti di RATHENAU (v. in particolare: *La nuova economia*, Torino 1976, trad. it. dell'ed. orig. *Die Neue Wirtschaft* del 1918 e *La triple revolution*, 1921), prelude ad una logica di trasformazione dell'assetto istituzionale che si risolve in una nuova configurazione del rapporto politico-economico. La presenza dello Stato nell'economia diviene, in tale contesto, momento essenziale di una strategia destinata a conciliare la preesistente visione liberistica con le istanze del riformismo socialista all'epoca imperante. Per un commento all'opera di Rathenau, cfr. CACCIARI, *Walther Rathenau e il suo ambiente*, Bari 1979.

(4) Ciò spiega, altresì, la ragione di un certo orientamento interpretativo della dottrina che ha ravvisato un intento latamente programmatico a fondamento della legge bancaria, coerentemente del resto all'impostazione dirigistica che pure si rinviene a base di essa. Cfr. tra gli altri GGIANNINI, *Aspetti giuridici della liquidità bancaria*, in Atti del primo Convegno internazionale del credito (Vol. IV, Roma, 1953); VIGNOCCHI, *Aspetti pubblicistici del servizio del credito*, in Riv. trim. dir. pubbl. 1961, p. 555 e ss.; NIGRO M., *Profili pubblicistici del credito*, Milano 1969; ALLEGRETTI, *Il governo della finanza pubblica*, Padova 1971; MERUSI, *Per uno studio sui poteri della banca centrale nel governo della moneta*, in Riv. trim. dir. pubbl. 1972, p. 1413 e ss.; BELLI, *Legge bancaria e politica del credito*, in *Impresa, ambiente e pubblica amministrazione* 1975, p. 529 e ss.; PORZIO, *Il governo del credito*, Napoli 1976; VITALE, *Pubblico e privato nell'ordinamento bancario*, Milano 1977; CAPRIGLIONE, *Intervento pubblico e ordinamento del credito*, Milano 1978; CASELLI, *Difesa del risparmio e governo del credito*, in B.B.T.C. 1979, I, p. 257 e ss.; VECCHIO, *L'impresa bancaria tra autonomia e dirigismo*, Napoli 1981.

tolineato, «i fermenti di un'epoca che vedeva in crisi l'idea dell'automatico aggiustamento dei meccanismi di mercato, che al momento della sua nascita assisteva al passaggio dal capitalismo di concorrenza al neocapitalismo» (1).

Per vero, già a metà degli anni venti erano state introdotte nell'ordinamento italiano talune disposizioni legislative che, ponendo fine al precedente sistema pluralistico dell'emissione di moneta, avevano individuato nella Banca d'Italia l'unico *Istituto di emissione* (R.D.L. 6 maggio 1926, n. 812), unitamente a «provvedimenti per la tutela del risparmio» (R.D.L. 7 settembre 1926, n. 1511) che in concreto avevano sottoposto a controllo pubblico gli enti creditizi. Tale complesso dispositivo e la relativa normativa di attuazione (2) — nel prendere atto per la prima volta della unitarietà del fenomeno moneta-credito (onde l'attribuzione ufficiale alla Banca d'Italia delle funzioni di regolatore del mercato) — dimostrano come le aziende di credito venissero «sottoposte a controllo non per il solo fatto che raccogliessero risparmio, ma anche perché si ponevano successivamente come erogatrici di credito» (3). In altri termini, è *in nuce* il riconoscimento di un ruolo primario agli intermediari bancari nella realtà finanziaria del paese: di questo terrà, naturalmente, conto il legislatore in epoca successiva allorché, dovendosi fissare i principi-base per una conduzione pubblica dell'economia, l'attività da quelli posta in essere verrà dichiarata «funzione di interesse pubblico» ed al risparmio sarà assegnata una valenza sociale.

In tale logica, peraltro, s'inquadra la ragione della non incidenza di tale normativa sugli altri aspetti della disciplina giuridica del fenomeno finanziario e, in particolare, sulla legge 20 marzo 1913, n. 272 (riguardante «l'ordinamento delle Borse di commercio, l'esercizio della mediazione e le tasse sui contratti di Borsa») e sul relativo regolamento d'attuazione (4). Attesa la riferibilità di tali statuizioni a materie concernenti i profili istituzionali del «mercato dei valori» (sua organizzazione, accesso allo stesso, ammissione alle quotazioni, ecc.) ed essendo stati in detta sede gli «agenti di cambio» inquadrati professionalmente tra i mediatori, non sono configurabili interferenze con gli obiettivi avuti presenti nei provvedimenti legislativi del '26, prima, e del '36, poi. Per converso, trova giustificazione la nuova regolamentazione delle «stanze di compensazione», avvenuta con R.D.L. n. 812 del 1926, che ne ha affidato l'esercizio esclusivo alla Banca d'Italia. Anche se tale disciplina comporta l'effetto di facilitare gli scambi dei valori mobiliari (soprattutto a seguito di una conseguita snellezza nelle negoziazioni in titoli), a fondamento di essa non si rinviene di certo tale finalità, bensì l'intento legislativo di completare (e meglio definire) la posizione giuridica della Banca d'Italia, assegnandole il controllo di ogni attività operativa che possa interferire con la funzione ad essa spettante di organo regolatore della liquidità monetaria del Paese (5).

(1) Così PATRONI GRIFFI, *La concorrenza nel sistema bancario*. Napoli 1979, p. 274.

(2) Cfr. R.D.L. 6 novembre 1926, n. 1830, recante «Norme regolamentari per la tutela del risparmio».

(3) Così MEZZACAPO, *Evoluzione normativa nella disciplina della Banca centrale in Italia*, in *Impresa, ambiente e pubblica amministrazione* 1975, p. 485.

(4) Cfr. R.D. 4 agosto 1913, n. 1060.

(5) Cfr. ampiamente sul punto CAPRIGLIONE, *Stanze di compensazione*, (voce) in *Enciclopedia Giuridica dell'Istituto dell'Enciclopedia Italiana* (in corso di stampa).

Determinare l'ambito assegnato al cennato disegno di disciplina del fenomeno finanziario e le soluzioni desumibili dal riferimento alla normativa creditizia significa identificare i limiti dell'intervento pubblico e con essi la via per opportune integrazioni legislative nella regolamentazione della materia. Come è stato significativamente puntualizzato in un'analisi dei documenti sulla «storia segreta della legge bancaria», affiora, all'epoca dell'emanazione di questa, l'intento politico di sottoporre ad unicità di comando le diverse figure soggettive presenti nel mercato, intento peraltro sfociato in un «maldestro tentativo» del Comitato dei Ministri «di estendere l'ambito di applicazione della legge» alle società finanziarie (1). Ciò evidenzia una scelta interpretativa dell'art. 1 l.b. che, prescindendo dalla identificazione dell'oggetto della vigilanza pubblica (ivi fissato), ne allarga la portata a soggetti che, pur diversi dagli enti creditizi, espletano un'azione che interferisce con quella posta in essere da questi ultimi, potendo anche incidere sul corretto svolgimento dell'attività bancaria (basti pensare alle ipotesi di abusivismo attuabili per il tramite di società finanziarie e alle relative implicazioni sul settore del credito).

A tale intervento del Comitato, rimasto privo di effetti (2), ha fatto seguito nel tempo l'insuccesso di talune proposte di legge volte a prevedere forme di controllo sulle c.d. finanziarie (3). Ciò, unitamente alla scarsa portata dei riferimenti normativi alle medesime (4), segna una inspiegabile lacuna nella disciplina giuridica del mercato finanziario che contraddice alla visione unitaria

(1) Cfr. PORZIO, *La legge bancaria: un tentativo d'intervento globale sul mercato del credito*, in AA.VV. *La legge bancaria. Note e documenti sulla «storia segreta»*. Bologna 1981, p. 23 e ss., ove viene fatto richiamo alla delibera del C.I.C.R. 16 maggio 1936 apparsa sulla Gazzetta Uff. del successivo 27 stesso mese.

(2) In tal senso v. PORZIO, *La legge bancaria...* cit. p. 27.

(3) Si ricorda che nel 1962 venne presentato in Parlamento (Sen. della Rep., III Legisl., doc. n. 1931) un disegno di legge di iniziativa governativa (Ministro per il Tesoro) che prevedeva norme intese a disciplinare «particolari forme di concessione di prestiti e finanziamenti». Esso decadde col termine della legislatura. Successivamente, nel 1964, venne presentato nel corso della IV Legislatura (doc. n. 507) un altro disegno di legge di contenuto analogo, anch'esso decaduto col termine della legislatura.

(4) Negli artt. 154 e 155 del T.U. delle Imposte dirette (D.P.R. 29 gennaio 1958, n. 645) è prevista per le società finanziarie iscritte in un apposito albo istituito presso l'Organo di vigilanza bancaria la possibilità di fruire della riduzione dell'aliquota dell'imposta sulle società. Tale normativa, interpretata dalla dottrina con riferimento alla sua valenza fiscale (cfr. BIBOLINI, *Relazione al Convegno su «I controlli bancari»*, i cui Atti sono stati pubblicati in Napoli 1978, p. 21), non consente di attribuire all'iscrizione nell'albo valore alcuno ai fini della sottoposizione a controllo (da parte della Banca d'Italia) delle finanziarie. Sul punto cfr. PATRONI GRIFFI, *Finanziarie regionali e ordinamento del credito*, in B.B.T.C. 1979, I, p. 367 e ss., il quale sottolinea il «regime di privilegio» di cui esse godono (consistente soprattutto nella sottrazione ai controlli bancari) nonostante «non sembra possa dubitarsi che... rientrino nell'ampia nozione fornita dall'art. 1 l.b.» (p. 369).

Essendo state, poi, dall'art. 6 della legge n. 904 del 1977 abolite le riduzioni di aliquota dell'IRPEG, previste dall'art. 7 del D.P.R. n. 598 del 1973, si è svuotata di contenuto la portata prelettiva delle richiamate disposizioni del T.U. delle Imposte dirette (in senso conforme cfr. PORZIO, *La legge bancaria: un tentativo di intervento globale ...cit.*, p. 27 nota n. 48); permangono tuttavia, in sede di decretazione ministeriale, taluni richiami alla normativa in questione per altre finalità (cfr. il D.M. 29 dicembre 1984, in G.U. n. 3 del 4 gennaio 1985, che agli artt. 4 e 5 indica, tra gli operatori aventi diritto a partecipare alle aste dei BOT, le società finanziarie iscritte all'albo di cui agli artt. 154 e 155 del D.P.R. 29 gennaio 1958, n. 645). Tale circostanza — unitamente alla considerazione che, ai sensi dell'art. 19 della legge 7 giugno 1974, n. 216, l'inserimento nell'albo delle finanziarie è diventato presupposto per la sottoscrizione delle stesse a vigilanza da parte della Consob (sul tema del controllo di quest'ultima sulle finanziarie, cfr. BUONOMO, *Società e controllo pubblico*, Milano 1978) — ha determinato una progressiva riduzione del numero degli enti iscritti; sicché, al presente, esso appare del tutto privo di rilievo (circa 20 società alla data di fine luglio 1985).

di questo posta a base dei provvedimenti degli anni trenta. E' appena il caso di richiamare, a tale proposito, il disposto degli artt. 2, ult. co., e 45 l.b., in relazione ai quali è stata dalla dottrina ravvisata, con orientamento pressoché unanime, la configurabilità di un quadro di regolamentazione complessiva della materia *de qua* (1); e ciò in quanto la strumentazione autorizzatoria, ivi prevista, consente alle autorità creditizie di intervenire anche sulla raccolta del risparmio non bancario, in vista di un armonico raccordo di ogni aspetto valutativo dei flussi.

3. Segue: sistema normativo e forme di controllo

La realizzazione di forme di controllo pubblico sul settore creditizio viene costruita dal legislatore mediante la definizione di un rapporto di direzione politica-attività amministrativa tra le autorità pubbliche poste al vertice dell'ordinamento bancario. Incardinate le modalità dell'intervento in un sistema di normazione secondaria, si dà vita ad uno schema che consente di variare la regolamentazione a seconda del momento storico-politico e delle situazioni contingenti. La flessibilità della formula assunta, fondata sulla peculiare elasticità dello strumento amministrativo, opera dunque nel senso di permettere un continuo adeguamento tra realtà normativa e modifiche del sostrato economico disciplinato (2). Siffatta struttura organizzativa degli intermediari creditizi, teorizzata con riferimento al suo carattere ordinamentale (3), ha reso possibile alla legge bancaria di conservare immutata, a distanza di mezzo secolo dalla sua formulazione, l'originaria validità, come è nel riconoscimento della prevalente dottrina (4).

L'utilizzazione dell'apparato interventistico predisposto nel 1936 a fini di controllo della quantità di moneta presente nel sistema offre, poi, una chiave di lettura delle disposizioni in parola preordinata alle esigenze di governo della liquidità. Come si è già avuto occasione di precisare, il ricorso a manovre sul credito a fini di stabilizzazione individua il ruolo della politica monetaria nella de-

(1) Tra gli altri, cfr. GAMBINO, *Autorizzazione della Banca d'Italia per gli aumenti di capitale gratuito non superiore a L. 500 milioni*, in Giur. Comm. 1975, II, p. 809; VISENTINI G., *L'autorizzazione della Banca d'Italia all'emissione di azioni quotate in borsa o da collocare a mezzo di aziende di credito*, in B.B.T.C. 1976, II, p. 336; DESIDERIO, *Emissioni di valori mobiliari ed autorizzazioni amministrative*, in B.B.T.C. 1982, I, p. 745.

(2) Nella ricostruzione del modello organizzativo bancario, la dottrina ha in più occasioni sottolineato l'importanza particolare della elasticità della disciplina creditizia, quale ricerca di un nuovo metodo dell'azione statale (cfr., tra gli altri, NIGRO, *Il sistema bancario tra neutralità tecnica ed impegno politico*, in B.B.T.C. 1974, I, p. 385 e ss.; PORZIO, *Il governo del credito*, cit. p. 23; CASTALDI-CLEMENTE, *I controlli di vigilanza sugli enti creditizi*, in *Bancaria* 1981, p. 23 dell'estratto). La dialettica del rapporto banche - pubblici poteri trova in tal modo adeguata articolazione: si è, altresì, in linea con l'ammissibilità dei c.d. controlli informali (moral suasion) «fenomeno, forse meno evidente ma non meno incisivo» di quello della previsione di regole di condotta per gli appartenenti all'ordinamento creditizio (cfr. VITALE, *Pubblico e privato nell'ordinamento bancario*, cit., p. 127).

(3) Cfr. GIANNINI, *Osservazioni sulla disciplina della funzione creditizia*, in *Scritti giuridici in onore di Santi Romano*, Padova 1940, II, p. 714 e ss.; ID., *Diritto pubblico dell'economia*, cit. p. 200 e ss..

(4) Cfr. FERRI, *La validità attuale della legge bancaria*, in *Riv. dir. comm.* 1974, I, p. 129 e ss. In senso contrario recentemente si è espresso ROSSI, *Prefazione a Cera, La Consob*, Milano 1984, p. XIV, il quale ritiene «la legge del 1936 nettamente superata».

terminazione delle variabili fondamentali del sistema (1). Ciò spiega, altresì, come nell'applicazione di modelli macroeconomici gli intermediari adempiano alla funzione di indirizzare flussi di risparmio verso investimenti produttivi, indispensabili per lo sviluppo generale dell'economia.

A fondamento della disciplina è la separazione tra le forme operative, cui corrisponde una differenziazione soggettiva nella tipologia degli intermediari. Viene introdotto il criterio della specializzazione funzionale degli enti creditizi a base del quale è la logica della correlazione tra le modalità della raccolta e quelle di impiego; questa fa, poi, da presupposto per la riferibilità dell'attività svolta al breve ovvero al medio e lungo termine (2). Si delinea il passaggio dalla «banca mista» a quella di credito ordinario e, dunque, il superamento delle forme di coinvolgimento tra banca e industria che, per il passato, avevano frequentemente causato situazioni patologiche nel sistema (3). Vengono posti limiti alla libertà di esercizio dell'attività bancaria sia sottoponendo ad autorizzazione l'accesso degli intermediari al mercato, sia mediante l'imposizione di vincoli amministrativi che incidono sulla sfera operativa dei medesimi restringendone la portata.

Da qui l'individuazione di un sistema di «concorrenza controllata» in relazione al quale il dibattito dottrinale ha tentato di chiarire in quali termini la disciplina bancaria possa, nel nostro ordinamento, coordinarsi con il riconoscimento della generale libertà d'iniziativa economica. La problematica viene articolata nella duplice direzione della qualificazione soggettiva creditizia e della identificazione della natura imprenditoriale dell'attività. L'affermazione di un criterio, che incentri la nozione di banca nella valutazione dell'attività (intermediatrice) (4), prevale sulle opinioni che costruiscono quella nozione con riguardo al dato del contratto (5); per converso, la presenza di controlli pubblici

(1) Cfr. FAZIO-CAPRIGLIONE, *Governo del credito e analisi economica del diritto*, in B.B.T.C. 1983, I, p. 310 e ss.

(2) Al riguardo cfr. PONTOLILLO, *Il sistema di credito speciale in Italia*, Bologna 1981, p. 13 e ss. ove si rinvengono indicazioni tecnico-economiche sul carattere funzionale che, nel nostro ordinamento, presentano i crediti speciali. Sotto il profilo giuridico la dottrina ha per solito collegato il criterio distintivo tra credito ordinario e credito speciale alla individuazione dei tratti differenziali tra aziende e istituti di credito (cfr. GIANNINI, *Rilievi sugli istituti di credito medio a medie e piccole imprese industriali*, in B.B.T.C. 1954, I, p. 850 e ss.) ovvero al rapporto tra durata delle operazioni attive e durata delle operazioni passive (cfr. NIGRO M., *Profili pubblicistici del credito*, cit. p. 28).

Sottolinea i fondamenti del principio della specializzazione funzionale del credito nella legge bancaria AMATO, *Sul principio di specializzazione funzionale nella disciplina del settore bancario*, in B.B.T.C. 1981, I, p. 433 e ss. Un rinnovato approfondimento della tematica si è avuto, in epoca più recente, ad opera di COSTI, *Sulla distinzione tra aziende ed istituti di credito*, in *Banca, impresa, società* 1983, p. 301 e ss. che identifica nella legge la configurazione di una «capacità speciale» degli istituti, atteso che è in essa la delimitazione dei relativi settori di operatività; da ultimo, un inquadramento della tematica della specializzazione del credito in relazione al recente processo evolutivo dei fenomeni finanziari si rinviene in DESARIO, *Economia reale e credito: la specializzazione degli intermediari creditizi e il finanziamento degli investimenti*, in *Banca, impresa, società* 1985, p. 199 e ss., in particolare p. 207 e ss.

(3) Una compiuta analisi del fenomeno della c.d. banca mista e del suo inquadramento nella realtà economico-finanziaria degli anni trenta è svolta da CIAMPI, *Intervento in occasione dell'inaugurazione della nuova sede della Direzione Centrale del Banco di Roma* (Roma, 23 aprile 1985), in «Documenti» della Banca d'Italia, n. 144.

(4) Cfr. MINERVINI, *Banca, attività bancaria, contratti bancari*, in B.B.T.C. 1962, I, p. 313 e ss.

(5) Cfr. MESSINEO, *Caratteri giuridici comuni, concetto e classificazione dei contratti bancari*, in B.B.T.C. 1960, I, p. 321 e ss.

sullo svolgimento dell'attività, pur riducendo di fatto il rilievo della concorrenza (1), non viene ritenuta preclusiva di questa, bensì unicamente idonea a caratterizzare la «forma di mercato» in cui gli intermediari operano (2).

In tale prospettiva, la possibilità di conseguire (all'interno del settore creditizio) livelli sempre più elevati di economicità e funzionalità, presupposto per il raggiungimento di condizioni ottimali nel mercato, viene raccordata all'accentuazione del carattere imprenditoriale degli intermediari.

Orbene, sotto un profilo generale, non sono configurabili ostacoli alla realizzazione di tale obiettivo, cui spesso si richiamano le autorità creditizie (3). Se della realtà d'impresa si accoglie, con la più autorevole dottrina, una tipizzazione «neutra» incentrata nelle componenti dell'attività e dell'organizzazione (4), appare conseguenziale ammettere che un regime di «concorrenza controllata» non incide sulla sua essenza: esso tende unicamente a circoscrivere gli effetti dell'attività e non anche le modalità di esercizio di questa, che resta immutata nella sua caratterizzazione. Sul piano concreto, la perseguibilità dell'anzidetto obiettivo viene collegata ora all'attuazione di talune modifiche nella struttura patrimoniale propria di alcune categorie di istituzioni creditizie (da qui il problema della ricapitalizzazione delle banche, in particolare di quelle pubbliche) (5), ora al recupero della professionalità degli istituti di credito speciale e ad un incremento della operatività degli stessi attraverso una maggiore mobilità delle relative strutture (è la logica posta a base della legge n. 23 del 1981) (6). In tale contesto, risulta chiara la non accettabilità di taluni orientamenti giurisprudenziali che, nel tentativo di pervenire ad una qualificazione dell'attività creditizia come «pubblico servizio», offrono una interpretazione della sistematica dei controlli bancari negatoria della natura imprenditoriale di quella (7).

(1) Cfr. ASCARELLI, *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*, Milano 1957, p. 16 e ss.

(2) Cfr. PATRONI GRIFFI, *La concorrenza nel sistema bancario*, cit. p. 31.

(3) Cfr. Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1983, p. 291, ove si puntualizza «il senso dell'indirizzo» seguito dalle autorità di vigilanza: «una revisione della disciplina operativa volta a estendere i margini di autonomia delle banche e a semplificare i controlli per renderli più incisivi, quali strumenti di un'azione più ampia, che solleciti nell'intermediazione finanziaria la manifestazione delle capacità imprenditoriali». In senso conforme cfr. DINI, *L'autonomia dell'impresa bancaria*, in «Documenti» della Banca d'Italia, n. 102.

(4) Cfr. OPPO, *L'impresa come fattispecie*, in Riv. Dir. Civ. 1982, I, p. 109 e ss.

(5) Cfr. *Ordinamento degli enti pubblici creditizi. Analisi e prospettive*, supplement. al n. 1-2 del *Bollettino* della Banca d'Italia 1981, ove si ipotizza il riconoscimento per l'ente creditizio pubblico di «formule organizzative proprie del diritto privato» al fine di conseguire forme di accrescimento patrimoniale non dissimili da quelle tipiche delle società di capitale. In dottrina l'individuazione delle procedure idonee a conseguire tale obiettivo è effettuata da MERUSI, *La ricapitalizzazione delle banche pubbliche*, in B.B.T.C. 1983, I p. 169 e ss.; Id., *Trasformazioni della banca pubblica*, cit., p. 47 e ss.; e da COSTI, *Le istituzioni finanziarie degli anni ottanta*, cit. p. 127 e ss. Su tale tematica in generale v. CASSESE, *Il riordino delle banche pubbliche*, in *Banca, impresa, società* 1984, p. 85 e ss.

(6) Per una valutazione della portata precettiva della legge 10 febbraio 1981, n. 23, cfr. COSTI, *Lo statuto dell'impresa bancaria e le recenti vicende del sistema creditizio*, in *Banca, impresa, società* 1983, p. 3 e ss.; CAPRIGLIONE, *L'impresa bancaria tra controllo e autonomia*, cit. p. 293 e ss.; CAMMARANO, *L'impresa bancaria*, in AA.VV., *L'impresa*, Milano 1985, p. 150 e ss.; Id., *Scheda «Moneta e Credito»*, in *Legislazione economica* (settembre 1980 — dicembre 1981), Milano 1983, p. 79 e ss.

(7) Cfr. *Cass. SS.UU. 10 ottobre 1981*, in *Foro it.* 1981, II, c. 553 che ha dichiarato l'attività bancaria «pubblico servizio in senso oggettivo». In dottrina siffatto orientamento è stato unanimemente criticato; cfr. tra gli altri FERRI, *Imprenditorialità degli enti creditizi un discorso interrotto?*, in B.B.T.C. 1982, I, p. 157; GIANNINI, *Problemi della banca come impresa*, ibidem 1982, I, 392; RIOLO, *La banca-impresa, le sezioni unite penali e la prima direttiva C.E.E.*, in Riv. soc. 1983, p. 1434; FLICK, *Le prospettive di riforma della disciplina penale del credito nel progetto di legge n. 3350 all'esame della Camera dei Deputati*, in *Banche e Banchieri* 1983, p. 231; CAPRIGLIONE, *L'impresa bancaria tra controllo e autonomia*, cit. p. 11 e ss.

4. Segue: ... verso la deregolamentazione e la trasparenza bancaria

La riduzione del grado di autonomia delle imprese produttive e l'aumento dei livelli di indebitamento bancario, conseguente alla modifica delle strutture finanziarie verificatasi negli anni sessanta (1), da un lato, e i gravi problemi posti all'ordinato funzionamento di queste ultime dalla crescita registrata (dagli inizi degli anni settanta) nel disavanzo pubblico nonché dalle modalità adottate per la sua copertura (2), dall'altro, sono a fondamento di una riconsiderazione, da parte dell'autorità, dell'azione di controllo pubblico sugli intermediari. Viene ravvisata, infatti, la necessità di conseguire chiarezza nelle funzioni e nei rapporti tra gli operatori del settore creditizio, in vista del riequilibrio dei flussi finanziari e, dunque, del raggiungimento dei fini istituzionali del mercato.

Invero, la «bancarizzazione» del sistema finanziario (3), causando forme di eccessiva dipendenza delle imprese produttive da quelle creditizie, ha finito con l'assegnare a queste ultime un ruolo che non può considerarsi fisiologico. Le analisi della dottrina, per taluni aspetti politicizzate, valutando le implicazioni negative dell'iperintermediazione bancaria, ne ascrivono il fondamento alle contraddizioni tipiche di un sistema di economia mista, le quali troverebbero compendio nella loro riferibilità ad un'«Italia delle banche» (4). D'altro canto, l'intervento dello Stato a favore dei comparti più deboli dell'economia (manifestatosi sotto forma di erogazione di agevolazioni), a prescindere dal carattere assistenziale che talora presenta (5), opera una sostanziale trasformazione nell'attività bancaria (6); di questa il segno di maggiore evidenza è la «commistione» tra credito agevolato e speciale, che inquina i criteri di valuta-

(1) Cfr. per gli aspetti economici, GNETTA, *La flessibilità dell'ordinamento del credito: un tentativo di verifica per il decennio della ristrutturazione*, in *Impresa, ambiente e pubblica amministrazione* 1975, p. 575 e ss.; FAZIO, *La politica monetaria in Italia dal 1947 al 1978*, in *Moneta e credito* 1979, p. 269 e ss.; MARCONI, *Lineamenti di un trentennio di politica monetaria*, in AA.VV., *Capitale industriale e capitale finanziario. Il caso italiano*, a cura di VICARELLI, Bologna 1979, p. 217 e ss. Per una valutazione dei riflessi di carattere giuridico-istituzionale v. MINERVINI, *La crisi del capitale di rischio e la questione della nominatività obbligatoria*, in AA.VV., *Crisi e riforma dell'impresa*, Bari 1977, p. 93 e ss.; CAPRIGLIONE, *Intervento pubblico e ordinamento del credito*, cit. p. 165 e ss.

(2) Cfr. Relazione della Commissione MONTI-CESARINI-SCOGNAMIGLIO, cit. p. 69, ove si precisa che «l'elevato livello del disavanzo ha in diverse occasioni determinato una crescita del credito totale interno superiore a quella che sarebbe stata compatibile con il mantenimento dell'equilibrio monetario». Con riferimento a tale situazione va, altresì, valutata la problematica del recupero da parte della banca centrale di crescenti margini di autonomia nel finanziamento del debito pubblico, coerentemente al rispetto di una netta distinzione dei ruoli istituzionalmente affidati alla Banca d'Italia e al Tesoro. In argomento cfr. CAPRIGLIONE, *Buoni ordinari del Tesoro*, (voce) in *Enciclopedia giuridica dell'Istituto dell'Enciclopedia Italiana* (in corso di stampa).

(3) Cfr. COSTI, *Le istituzioni finanziarie degli anni Ottanta*, cit. p. 8.

(4) Significativamente risulta così intitolato un libro di BARCA e MANGHETTI, apparso verso la metà degli anni settanta (Roma, 1976), nel quale si sottolinea, con evidenti intenti critici, l'accresciuto potere del sistema bancario «nella migliore delle ipotesi un oligopolio legale motivato (ma non giustificato) dalla esigenza della tutela del risparmio» (pag. 48).

(5) Cfr. CAPRIGLIONE, *L'impresa bancaria tra controllo e autonomia*, cit. p. 243 e ss.

(6) In tal senso v. RUOZI, *Presentazione* al volume *Le banche e lo Stato*, di AYMARD, Milano 1968, p. XLV, ove si ipotizza la trasformazione dell'attività bancaria in una «attività d'intermediazione e di prestazione di servizi per la quale gli istituti di credito percepiscono un prezzo e applicano condizioni che sono in parte sottratte alla loro iniziativa».

zione della redditività delle iniziative, con indubbi riflessi sulle modalità di applicazione delle regole di mercato (1).

Per consentire agli intermediari creditizi di interpretare correttamente la loro funzione di centri autonomi ed efficaci di allocazione delle risorse — si da corrispondere adeguatamente, attraverso l'offerta di nuovi strumenti e servizi finanziari, alle esigenze del sistema economico (2) — l'azione di vigilanza pubblica appare attualmente orientata verso uno snellimento delle forme di controllo, individuabile non soltanto nell'assunzione di provvedimenti che riducono i vincoli all'operatività (significativa in tal senso è l'eliminazione del c.d. *massimale sugli impieghi*), bensì anche nella ridefinizione di importanti istituti di vigilanza (partecipazioni, competenza territoriale, ecc.) che limitano con rigidi meccanismi autorizzativi l'attività bancaria. Tale strategia conduce ad una «deregolamentazione» all'interno del sistema. Questa non deve essere intesa come eliminazione delle vigenti forme di disciplina, ma come maniera nuova di regolare il mercato la quale fonda gli interventi dell'autorità su una interpretazione della normativa esistente più consapevole del compito di coordinare le strutture con le esigenze del sistema finanziario. È la filosofia della eliminazione dei «lacci e laccioli» (3) intesa a far meglio operare le forze del mercato. Ovviamente, in tale logica non va sottovalutata la tendenza alla attenuazione dei margini di discrezionalità, derivante dalla direttiva comunitaria sul «coordinamento delle legislazioni bancarie» (n. 780 del 1977) che, come è noto, è volta all'adozione di un sistema di controlli basato sull'accertamento del possesso di determinati requisiti obiettivi da parte degli intermediari (4) (5).

(1) Cfr. *Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1979*, p. 388. In dottrina cfr. PATRONI GRIFFI, *Governo degli incentivi e istituti di credito speciale*, in AA.VV., *Problemi giuridici delle agevolazioni finanziarie all'industria*, Milano 1982, p. 184 e ss., ove si mette in evidenza come gli Istituti di credito a medio termine siano talvolta trascinati «in apprezzamenti di politica industriale circa la conformità del progetto ai programmi finanziari» (p. 185). Per gli aspetti tecnici v. PONTOLILLO, *Il sistema di credito speciale in Italia*, cit. p. 80 e ss.; MATTEI GENTILI, *Il controllo sulla «destinazione» dei mutui alle imprese industriali*, in *Banche e Banchieri* 1980, p. 21 e ss.

(2) Cfr. CIOCCA, *Interesse e profitto. Saggi sul sistema creditizio*, Bologna 1982, p. 229 e ss.

(3) Tale espressione (ripresa da «La città del sole» di CAMPANELLA) è stata da CARLI (Relazione al Convegno su «*Impresa e mercato: i vincoli all'operare in Italia*», Portofino 28 e 29 ottobre 1977, in *Rivista di politica economica* 1978, p. 269), adoperata allo specifico intento di ribadire l'esigenza di alleggerire il sistema economico dalle costrizioni normative e d'altro genere che ne riducono l'efficienza; essa ha assunto, in seguito, un uso generalizzato e, con riferimento al settore creditizio, sta ad indicare l'imperativo di eliminare gli oneri che lo astringono, limitando la funzione intermediatrice delle imprese bancarie.

(4) Sui caratteri della direttiva C.E.E. n. 780 del '77 per tutti si rinvia agli Atti del Convegno (svoltosi a Napoli il 10 e 11 dicembre 1981) su «L'attuazione delle direttive CEE in materia creditizia», Milano 1983. Già in precedenza in letteratura era stata messa in evidenza la riduzione dei poteri discrezionali delle autorità di controllo, implicata dalla cessazione dell'uso del c.d. criterio del bisogno economico nelle valutazioni delle autorità suddette, cfr., tra gli altri, GIANCALONE, *Armonizzazione comunitaria delle legislazioni sulle imprese esercenti il credito*, in «*Legislazione economica*», (a cura di) VASSALLI e VISENTINI, Milano, 1979, II, p. 144 e ss.; DEVECCHIS, *Dipendenze in Italia di enti creditizi stranieri*, in B.B.T.C. 1981, I, p. 67 e ss.; PORZIO, *Su alcuni progetti di modifica della legge bancaria*, in *Rassegna economica* 1981, p. 239 e ss.

Per un riesame della materia, alla luce della legge 5 marzo 1985, n. 74, contenente la delega al Governo per l'attuazione della direttiva n. 780 del '77, cfr. CAPRIGLIONE, *Ordinamento comunitario, disciplina bancaria e Regioni a statuto speciale*, in «*Temì di discussione*» del Servizio Studi della Banca d'Italia, 1985, n. 51.

(5) Cfr. sul punto OTERI, *La riforma delle partecipazioni bancarie: presupposti, obiettivi, stato di attuazione e prospettive*, in *Bollettino economico della Banca d'Italia*, n. 2, (1984), p. 130.

Si determina così una sensibile evoluzione nell'attività di vigilanza che investe gli stessi obiettivi finali di «stabilità» ed «efficienza», ora riguardati in un rapporto di complementarità accanto al classico «trade off». In particolare, la riforma delle partecipazioni, realizzando lo spostamento del momento autorizzativo al di là di determinate soglie quantitative, consente alle istituzioni creditizie di superare i precedenti limiti operativi, attesa la possibilità (alle medesime conferita) d'incrementare in via autonoma l'entità delle cointeressenze precedentemente assunte (1). Nella stessa logica si collocano i provvedimenti dell'autorità con cui l'ampliamento della competenza territoriale delle banche è stato ricollegato al raggiungimento di determinati livelli quantitativi della massa fiduciaria amministrata (2), nonché quelli che hanno consentito alle banche, al ricorrere di determinate condizioni e nel rispetto del principio della bancabilità elementare del territorio, la libertà di effettuare spostamenti di dipendenze nell'intento di favorire processi di razionalizzazione della rete (3).

In tale prospettiva, la diffusione di informazioni contabili tra gli enti creditizi diviene strumentale all'innovazione delle modalità esplicative della vigilanza bancaria, dal momento che ad essa si ricollega una più efficace operatività delle forze di mercato, indubbio presupposto per una riduzione degli interventi amministrativi afferenti a singole situazioni. La trasparenza aziendale, infatti, nel rendere possibile il confronto tra gli enti creditizi nell'ambito del sistema, consente agli stessi una più consapevole scelta delle controparti con cui intrattenere rapporti finanziari.

Da qui la predisposizione di un progetto da parte dell'Organo di vigilanza che prevede l'obbligo delle banche di pubblicare (con periodicità semestrale) prospetti informativi la cui struttura offra l'acquisizione di elementi di informazione più analitici di quelli, al presente, consentiti. Si sopperisce, quindi, alle carenze dell'attuale sistema che, in ragione della frequenza annuale dei bilanci, nonché dell'impostazione giuridico-formale di questi, impedisce un adeguato approfondimento dei principali aspetti tecnici delle situazioni aziendali (liquidità, solidità patrimoniale, redditività) (4). Più in generale, tale progetto appare preordinato ad un disegno dell'autorità pubblica volto a ridurre (o, quanto meno, a modificare) l'attuale portata degli interventi esperibili in presenza di dissesti bancari. Ciò risulta evidente dal suo collegamento vuoi con la realizzazione di nuove forme di controllo contabile (si pensi, al riguardo, alla vigilanza su base consolidata), finalizzate al recupero di una completezza di accertamento e di giudizio, vuoi con la promozione di nuovi strumenti di tu-

(1) Cfr. sul punto OTERI, *La riforma delle partecipazioni bancarie: presupposti, obiettivi, stato di attuazione e prospettive*, in Bollettino economico della Banca d'Italia, n. 2 (1984), p. 130.

(2) Cfr. la delibera del C.I.C.R. in data 19 luglio 1984 concernente la «competenza territoriale delle aziende di credito» e la circolare della Banca d'Italia n. 15340 del 29 novembre 1984, contenente istruzioni applicative di detta delibera.

(3) Cfr. la circolare della Banca d'Italia n. 15408 del 25 febbraio 1985, contenente una revisione della normativa relativa al «trasferimento di sportelli bancari».

(4) Cfr. ampiamente *Relazione* della Banca d'Italia per l'anno 1984, p. 262 e ss., ove si precisa che tale sistema di rilevazione sarà autonomo «dallo schema di comunicazioni sociali imposto dalla disciplina civilistica».

tela dei depositi (viene quindi in considerazione il «fondo interbancario di garanzia dei depositi») (1) (2).

5. Disciplina dei valori mobiliari

Se dal disposto degli artt. 2 e 45 l.b. emerge, come si è detto, l'intento legislativo di sottoporre a controllo il fenomeno finanziario anche negli aspetti diversi dall'intermediazione creditizia, tale intento difficilmente appare riconducibile ad una volontà di tutela del risparmio *tout court* (3); l'equivocità di formule aventi portata onnicomprensiva mal si concilia con la logica discriminante, che è a base della regolamentazione del fenomeno finanziario, predisposta negli anni trenta. Il sistema autorizzatorio previsto in dette statuizioni (4) sembra preordinato, piuttosto, al mantenimento di una situazione di equilibrio del mercato, sulla quale potrebbero incidere negativamente «concentrazioni di emissioni in un arco temporale ristretto, nonché offerte di titoli a rendimenti non in linea con quelli correnti» (5). In altri termini, si resta nell'ambito di un disegno normativo in cui l'assegnazione all'autorità pubblica di competenze differenti in tema di vigilanza sui flussi finanziari è strumentale al raggiungimento degli obiettivi di politica economica.

Dovranno trascorrere alcuni decenni prima che l'orientamento legislativo evolva verso forme di controllo del mercato nelle quali sia configurabile anche una tutela del risparmio non bancario. Di ciò è conferma nella l. 3 maggio 1955, n. 428, che subordina alla preventiva autorizzazione del Ministro per il Tesoro, di concerto con quello dell'Industria e sentito il CICR, la costituzione di società con capitale superiore ai 500 milioni, nonché gli aumenti di capitale

(1) La particolare tipologia che presenta l'insediamento del «gruppo» in Stati diversi, nel consentire una riduzione del flusso informativo verso le autorità di controllo, ha evidenziato l'esigenza di forme di cooperazione tra i paesi nel campo della vigilanza bancaria. Tale esigenza ha trovato espressione nella direttiva comunitaria in materia di «vigilanza sugli enti creditizi esercitata su base consolidata», approvata il 13 giugno 1983 (in G.U.C.E. del 18 luglio 1983, n. C/193/18), che allarga il campo di applicazione della sfera del controllo attribuito alle autorità competenti del paese nel quale è situata la sede sociale della capogruppo nei confronti degli enti creditizi alla medesima collegati. Sul punto, cfr. CAPRIGLIONE, *Aziende e istituti di credito esteri operanti in Italia*, (voce) in Enciclopedia giuridica dell'Istituto dell'Enciclopedia Italiana (in corso di stampa).

(2) Dopo alcuni tentativi avutisi in passato nella ricerca di soluzioni nuove alla problematica della «tutela dei depositi» (vedonsi gli Atti di una tavola rotonda, tenutasi a Perugia nel 1979, su «La tutela del risparmio bancario», Bologna 1979), nello scorso anno il Governatore della Banca d'Italia, intervenendo all'Assemblea annuale dell'A.B.I., ha proposto la realizzazione di un «fondo interbancario di garanzia dei depositi» (v. il testo dell'intervento, col titolo *Concentrazione bancaria, informazione bancaria e garanzia dei depositi*, in *Bancaria* 1984, p. 361 e ss.). Una rinnovata riflessione in argomento si è avuta di recente ad opera di FAZIO, *La tutela dei depositi bancari*, in *Bollettino economico della Banca d'Italia*, n. 4 (1985) p. 50 e ss.

(3) Cfr. DESIDERIO, *Emissioni di valori mobiliari ed autorizzazioni amministrative*, cit. p. 743.

(4) Nella previsione congiunta degli artt. 2 e 45 l.b. l'intervento autorizzatorio dell'Organo di vigilanza bancaria attiene alla possibilità che nuovi valori vengano ammessi alle quotazioni di borsa ovvero collocati mediante il sistema bancario. Emissioni successive di titoli già quotati sono anch'esse sottoposte a procedura autorizzatoria.

(5) Così CARBONETTI, *Informazione societaria e vigilanza bancaria*, in AA.VV. *L'informazione societaria*, Milano 1982, vol. I, p. 631.

non gratuiti e le emissioni obbligazionarie che superino nel complesso i 500 milioni (1).

Tale legge, emanata a seguito del venir meno della disciplina autorizzatoria per le società con azioni quotate in borsa (2), conserva ai pubblici poteri un'attività interventistica nei confronti di quelle società che in ragione delle loro dimensioni ovvero delle operazioni realizzabili possono interferire sull'andamento del mercato; donde la necessità, rappresentata dalla stessa Relazione ministeriale, «sia di disciplinare l'impiego dei capitali e di convogliare l'utilizzo del risparmio nei settori che più interessano l'economia nazionale, sia di evitare in determinate circostanze che operazioni del genere possano pregiudicare il soddisfacimento delle pubbliche esigenze» (3). D'altra parte il parere del CICR sulle operazioni in questione assegna carattere unitario alle decisioni in materia e a quelle rientranti nelle previsioni della legge bancaria; e ciò non solo in considerazione della posizione istituzionale che al Comitato è attribuita ai sensi del comma primo dell'art. 1 del D.L.C.P.S. 17 luglio 1947, n. 691 (4), bensì tenuto conto della circostanza che al «benestare ... (del Comitato) ... vengono sottoposte dalla Banca d'Italia le operazioni per le quali ricorrono gli estremi previsti dagli artt. 2 e 45 della ... legge bancaria» (come si precisa nella richiamata Relazione ministeriale).

In tale ambito normativo, i contenuti dell'intervento autorizzatorio *de quo* appaiono circoscritti alla sola verifica della compatibilità delle emissioni di valori mobiliari con la situazione di mercato e, dunque, con le esigenze di interesse generale a questo ricollegabili. Si constata, pertanto, una netta limitazione di tale forma di controllo in ordine alla tutela delle disponibilità investite in acquisti azionari e/o obbligazionari: resta estraneo, infatti, alla valutazione amministrativa l'accertamento della «idoneità dell'ente emittente al compimento dell'operazione soggetta ad autorizzazione» (5); sicché solo indirettamente, vale a dire col mantenimento di condizioni di stabilità del mercato, viene assicurata la salvaguardia dei risparmiatori.

Perché si registri una svolta nella disciplina del fenomeno finanziario bisogna attendere che il legislatore — prendendo atto delle modifiche della realtà economica del Paese verificatesi a partire dagli inizi degli anni sessanta (cfr. *supra*, paragr. 4) — predisponga una strumentazione normativa tendente a favorire l'apporto diretto di risparmio alle imprese. Non si è, peraltro, in pre-

(1) Con la normativa introdotta dalla legge 16 dicembre 1977, n. 904, venne elevata la soglia autorizzativa per le emissioni azionarie da 500 milioni a 2 miliardi, lasciandosi inalterato il limite dei 500 milioni per le obbligazioni. Per una valutazione della insufficiente portata di siffatte innovazioni cfr. CABRAS, *Autorizzazione ministeriale per le operazioni finanziarie delle società*, in *Giur. Comm.* 1982, I, p. 168.

(2) Per raggugli cfr. GAMBINO, *Autorizzazione della Banca d'Italia per gli aumenti di capitale gratuito*..... cit., p. 816.

(3) Cfr. Relazione del Ministro Gava al Senato, riportata in *Le leggi*, 1955, p. 646 e ss., in particolare p. 647.

(4) Al Comitato è stata assegnata da tale disposizione «l'alta vigilanza in materia di tutela del risparmio, in materia di esercizio della funzione creditizia e in materia valutaria».

(5) Così DESIDERIO, *Emissione di valori mobiliari ed autorizzazioni amministrative*, cit. p. 740, nota n. 14.

senza di una *arrière-pensée* riguardo alla precedente regolazione del mercato, ma di provvedimenti dettati dall'esigenza di ridare «fiducia» agli investimenti nei settori produttivi. A tal fine si dà l'avvio ad importanti riforme legislative che affermano, attraverso il controllo sulle società e sulla Borsa (1), l'esigenza di «trasparenza» nelle gestioni aziendali e mirano, attraverso l'agevolazione fiscale (2), ad eliminare gli ostacoli che, sul piano della redditività, ponevano siffatte forme d'impiego in situazione di disparità rispetto a quelle intermedie. Nella prospettiva di favorire l'afflusso diretto di fondi alle imprese, poi, viene introdotta nel nostro ordinamento la categoria delle azioni di risparmio «privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale» (art. 14 della l. 7 giugno 1974, n. 216), caratterizzate dalla mancanza di un diritto di intervento e di voto in sede assembleare nonostante la loro rappresentatività di una quota del capitale sociale. E' sulla base del «criterio di rispondenza tra rischio e potere di decisione» (3) che l'attribuzione al socio di una posizione patrimoniale di vantaggio viene correlata ad una riduzione della sua partecipazione alla formazione della volontà dell'ente (4). Anche taluni provvedimenti di tipo straordinario, assunti sul finire degli anni settanta (5), propongono, sia

(1) Vengono in considerazione la legge 7 giugno 1974, n. 216, con i successivi decreti presidenziali del 31 marzo 1975 n. 136, 137, 138.

In letteratura la tematica della trasparenza delle gestioni aziendali è stata analizzata con riguardo ai caratteri del controllo pubblico sulle società e, dunque, al significato della sua introduzione nel nostro ordinamento (cfr., tra gli altri, COTTINO, *La Commissione per le società e la borsa: luci ed ombre della mini-riforma*, in Giur. Comm. 1974, I, p. 439 e ss., MINERVINI, *L'istituzione del «controllo pubblico» sulle società per azioni. Prime valutazioni*, in Giur. Comm. 1974, I, p. 539 e ss.; Rossi, *Trasparenze e vergogna*, Milano 1982).

Agli inizi degli anni ottanta, in un importante convegno su «L'informazione societaria» (Atti, pubblicati in Milano, 1982) la riflessione sui problemi della informazione e della trasparenza, estesa anche ai nuovi istituti che tali problemi «trascinano» (così MIGNOLI, Introduzione al Convegno), ha messo in evidenza una sempre maggiore sensibilizzazione degli studiosi verso tale materia, additando possibili «riforme» atte a meglio salvaguardare gli interessi coinvolti.

(2) Ci si intende riferire alla l. 16 dicembre 1977, n. 904, che ha introdotto nel nostro ordinamento tributario il principio del riconoscimento del c.d. credito d'imposta ai percettori di utili distribuiti da società di capitali (eliminando così la duplicazione d'imposta del sistema previgente). Cfr. BOMPANI, *Credito d'imposta* (commento alla legge 16 dicembre 1977, n. 904), Milano 1978; MAYR, *Il credito d'imposta sui dividendi*, in Bollettino tributario 1978, p. 98 e ss.; DEZZANI, *Credito d'imposta e contabilità generale*, in Il Fisco 1978, p. 11.

Vengono, altresì, in considerazione talune recenti proposte di legge che allo scopo di reperire capitali da destinare alla trasformazione tecnologica prevedono misure agevolative per favorire la formazione e lo sviluppo di imprese innovative. Cfr. *Atti parlamentari*, Camera dei Deputati, doc. n. 1248, proposta di legge presentata in data 2 febbraio 1984 su «Disciplina ed agevolazioni per le società finanziarie per l'innovazione»; nello stesso senso è anche la proposta di legge, presentata il 6 marzo 1985 (cfr. *Atti parlamentari*, Camera dei Deputati, doc. n. 2622) in favore «della attività di *merchant banking* e *venture capital*» in cui si prevede il «rinvio della tassazione sugli utili conseguiti in ciascun esercizio al periodo d'imposta in cui risultino ormai collocati almeno i 2/3 dei titoli acquisiti nell'esercizio medesimo o, comunque, al terzo successivo a quello della acquisizione» (v. così *Relazione*).

(3) Cfr. VISENTINI B., *La riforma delle società di capitali in Italia. Studi e dibattiti*, I, Milano 1968, p. 329; FERRI G., *La riforma delle società per azioni secondo la legge 7 giugno 1974, n. 216 e i decreti legislativi 31 marzo 1975, nn. 136, 137, 138*, Torino 1976, p. 7.

(4) Cfr. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, in Giur. Comm. 1976, I, p. 779 e ss., in particolare p. 780. Per una disamina delle problematiche connesse alle azioni di risparmio v. anche DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano 1981 ed ivi riferimenti bibliografici.

(5) Vedasi la legge 5 dicembre 1978, n. 787, che prevede la costituzione dei c.d. consorzi bancari destinati ad agevolare il risanamento finanziario delle imprese, nonché la legge 3 aprile 1979, n. 95, che della prima ha variato i contenuti in essa introducendo il disposto dell'art. 4 bis (concernente la possibilità di costituzione coattiva dei consorzi bancari). Valutazione critiche sono in CAPRIGLIONE, *L'impresa bancaria tra controllo e autonomia* cit. p. 249 e ss.; Id., *Consorzi bancari*, (voce) in Enciclopedia giuridica dell'Istituto dell'Enciclopedia Italiana (in corso di stampa).

pure indirettamente (in quanto ispirati ad una logica di risanamento), come risultato finale dell'azione legislativa una più diretta partecipazione del risparmio privato al capitale delle imprese; la pratica inattuazione dei medesimi ha messo, peraltro, in luce i limiti di una politica interventistica nella quale mal si conciliano esigenze di mercato e forme di assistenzialismo economico svincolate dalle regole che sono a fondamento del primo.

Recentemente, in una prospettiva di maggiore sistematicità di disciplina dei valori mobiliari, la legge 4 giugno 1985, n. 281, ha previsto che la costituzione di società per azioni e in accomandita per azioni con capitale superiore a dieci miliardi di lire venga assoggettata «all'autorizzazione del Ministro del Tesoro, sentita la Banca d'Italia»; ad analogo provvedimento abilitativo sono, altresì, sottoposti «gli aumenti di capitale non gratuiti e le emissioni di obbligazioni delle società stesse che, seppure deliberati o da effettuarsi in più riprese, superino nel complesso la somma di dieci miliardi di lire».

Tale innovazione normativa — con cui, inoltre, si è proceduto alla espressa abrogazione della legge 3 maggio 1955, n. 428 e successive modificazioni — collega l'intervento dell'autorità al «fine di assicurare la stabilità del mercato dei valori mobiliari». In effetti, la rilevanza del dato quantitativo cui è correlata l'emanazione del provvedimento autorizzatorio (dieci miliardi), le diverse modalità della procedura amministrativa ivi prevista (ammissione dell'autorizzazione tacita), la eliminazione da quest'ultima di importanti organi (Ministro dell'Industria e CICR) sono indicative di un intento legislativo che ravvisa essenziale all'anzidetto obiettivo, oltre alla semplificazione dell'*iter* procedimentale, la concentrazione di ogni facoltà dispositiva in alcune soltanto delle autorità istituzionalmente competenti nella regolamentazione della materia finanziaria. Non è questa la sede per esprimere valutazioni in ordine ad un presunto carattere riduttivo della statuizione in questione, nonché ai termini di conciliabilità della stessa col precedente assetto normativo (1); importa, tuttavia, sottolineare la stretta connessione che la medesima presenta col contenuto dispositivo dell'intera legge n. 281 del 1985, volta ad introdurre mezzi idonei e condizioni favorevoli ad una situazione di equilibrio e stabilità del mercato, a sua volta strumentale a forme di partecipazione diretta dei risparmiatori agli investimenti produttivi (cfr. *infra* paragr. seguente).

6. Segue: ... e funzioni della Consob

Al centro del nuovo corso legislativo è la istituzione della Consob (Commissione nazionale per le società e la borsa) che segna il momento di superamento di una impostazione fondata sull'autotutela dell'azionista e su una con-

(1) Per una prima riflessione in argomento v. CARBONETTI, *La nuova disciplina dell'autorizzazione all'emissione di azioni ed obbligazioni*. in *Riv. Soc.* 1985 (in corso di stampa).

trattazione libera da vincoli nella quale i risparmiatori venivano lasciati privi di difesa di fronte al pericolo di speculatori senza scrupoli (1). Le funzioni, assegnate alla Consob, di pubblicizzare l'informazione societaria e di esercitare la vigilanza sulle borse valori, esaltano il significato di taluni principi già posti a base della nostra disciplina positiva (si pensi ai meccanismi della legge sulle borse del 1913 ispirati al criterio della trasparenza e ai criteri di «chiarezza» e «precisione» dei bilanci di cui agli artt. 2424 e 2425 c.c.) (2) il cui valore si accentua anche con la finalità di dare nuovo impulso all'afflusso diretto di fondi alle imprese produttive (3).

La strumentazione interventistica di cui la Consob dispone si articola, da un canto, nel potere di richiesta e di indagine nei confronti di società ed enti che raccolgono risparmio tra il pubblico (potere nel quale è ricompresa la possibilità di prescrivere la redazione di bilanci consolidati di gruppo, nonché la pubblicazione dei dati e delle notizie necessarie ad un'informazione aggiuntiva rispetto a quella risultante dai conti pubblici), dall'altro nel controllo del mercato borsistico (ammissione alla quotazione di titoli largamente negoziati, determinazione delle modalità di formazione del listino, fissazione del calendario di borsa, vigilanza sulla regolarità del funzionamento delle borse, etc.).

Il dibattito dottrinale degli anni più recenti ha sottolineato, tra l'altro, la problematica sottesa ai limiti che caratterizzano l'attività della Commissione, all'individuazione dei soggetti destinatari dei controlli, nonché alle possibili interferenze con la sfera di competenze specifiche di altre autorità pubbliche (4). Orbene, dette caranze riflettono, in primo luogo, l'ambito di «autono-

(1) La elaborazione dottrinale successiva alla legge n. 216 del 1974 ha ampiamente dimostrato i tratti distintivi della svolta legislativa di cui nel testo si fa cenno: talune critiche, anche recenti, relative ai risultati dell'azione dell'organo di controllo pubblico (cfr. CERA, *La Consob*, cit., p. 5, nota n. 6) non inficiano la portata della riforma per quanto attiene alla innovazione dei criteri ispiratori del sistema societario-borsistico. Tra gli scritti più significativi cfr. GALGANO, *Giudizio sulla riforma-stralcio delle società per azioni*, in *Giur. Comm.* 1974, I, p. 425 e ss.; COTTINO, *La commissione per la società e la borsa: luci ed ombre della miniriforma*, cit.; MINERVINI, *L'istituzione del controllo pubblico sulle S.p.A.. Prime valutazioni*, cit.; DESIDERIO, *Note sulla Consob*, in *B.B.T.C.* 1975, I, p. 148 e ss.; BUONOMO, *Il controllo pubblico sulle società nei compiti della Commissione nazionale per le società e la borsa*, cit.; BRACCIODIETA, *Il controllo pubblico sulle società per azioni*, Bari 1979; ROSSI, *Strutture di governo e garanzia del mercato borsistico: l'azione della Consob e gli interventi legislativi e amministrativi*, in *Trasparenza e vergogna*, cit. p. 163 e ss. Vedansi, altresì, i numerosi saggi sull'argomento pubblicati negli *Atti* del convegno su «L'informazione societaria» cit. che forniscono un fondamentale contributo alla chiarificazione della problematica in esame.

(2) In particolare per quanto riguarda il significato dei principi di «chiarezza» e «precisione» dei bilanci va tenuta presente la loro correlazione con la funzione cui i bilanci adempiono, di fornire cioè una visione più possibile veritiera, esatta e completa della situazione economico-patrimoniale della società. In tal senso, tra gli altri, cfr. COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio delle società per azioni*, Padova 1965, p. 34 e ss.; SIMONETTO, *I bilanci*, Padova 1967, p. 43 e ss.; LIBONATI, *La chiarezza e la precisione nei bilanci delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.* 1969, I, p. 477 e ss.; FERRI, *In tema di verità, di chiarezza e di precisione del bilancio di esercizio*, in *Riv. dir. comm.* 1971, II, p. 247 e ss.; JAEGER P.G., *Il bilancio d'esercizio delle società per azioni*, Milano 1980, p. 12.

(3) Rileva, in proposito, la tendenza in atto nel nostro sistema economico verso un rinnovo dei meccanismi di finanziamento delle imprese: l'esigenza di pervenire ad un effettivo riequilibrio della struttura finanziaria di queste comporta, infatti, la ricerca di forme organizzative che consentano l'alimentazione del capitale di rischio, si da catalizzare verso il settore produttivo un volume di risparmio che difficilmente ad esso diversamente affluirebbe. Su tali tematiche cfr. AA.VV., *Le Banche e il capitale di rischio: speranze o illusioni?*, (a cura di GRASSINI), Bologna 1984; gli *Atti* del Convegno CESEC-EFIBANCA «Dal capitale di credito al capitale di rischio: tesi e proposte per il rafforzamento della struttura finanziaria delle imprese» (Roma, 3 aprile 1984), pubblicati in Milano 1985.

(4) In particolare per quanto attiene alla interazione tra il controllo della Consob e quello delle autorità pubbliche preposte all'ordinamento del credito, cfr. VITALE P., *Informazione societaria e sistema bancario*, in «L'informazione societaria» cit., vol. II, p. 1360 e ss.;

mia» di cui la Consob dispone e, dunque, la sua collocazione nell'apparato dello Stato-organizzazione; sicché, il presupposto del loro superamento va ricercato nel riconoscimento alla Commissione di un più adeguato potere di darsi un ordinamento che le consenta di «saldare il momento operativo della funzione con il momento della responsabilità politica» (1). Per converso, i dubbi interpretativi circa l'ambito di applicazione della relativa funzione di vigilanza appaiono risolvibili in sede diversa dalla regolazione della istituzione in esame; e ciò in quanto essi possono sorgere ora con riferimento alla individuazione dei requisiti che, al presente, contraddistinguono le società finanziarie (2), ora alla posizione di società che, sebbene non quotate, tuttavia con queste ultime intrattengano rapporti particolari (con riguardo, dunque, alla configurabilità giuridica del «gruppo» nella nostra disciplina positiva) (3).

Più complessa la chiarificazione dei rapporti tra Consob e Banca d'Italia. La scelta normativa della legge n. 216 del '74 segna una netta ripartizione, nell'ambito del controllo pubblico, tra la prima e la seconda in base a un criterio che rispecchia la posizione istituzionale propria di ognuna di esse. Ciò spiega perché — mentre a livello legislativo è prevalsa, sulle tesi che avrebbero voluto assegnare alla Banca d'Italia la vigilanza sulle società (4), l'opzione per una distinta configurazione dell'organismo deputato a garantire la «trasparenza» del mercato — in sede di coordinamento tra le rispettive sfere di competenza esigenze di coerenza sistematica abbiano consigliato, con riguardo agli enti creditizi, deroghe al principio della esclusività dell'intervento (5). Analogo ordine di

(1) Così PIGA, Relazione al Convegno su «I fondi comuni d'investimento», svoltosi a Roma il 15 marzo 1984, pubblicata nella Rivista dei fondi comuni d'investimento, n. 14 (aprile 1984), p. 9.

(2) Cfr. *supra* nota n. 24.

(3) È nota la delicata problematica in tema di «gruppi», attesa la mancanza nel nostro ordinamento di una autonoma rilevanza giuridica del «gruppo». Tentativi di coordinamento col sistema normativo da parte della dottrina si sono avuti con riferimento ai limiti quantitativi del possesso azionario (cfr. Rossi, *Un relitto storico: il limite quantitativo al possesso azionario*, in Riv. soc. 1974, p. 981 e ss.), nonché alla funzione strumentale che le società controllate o collegate svolgono rispetto all'interesse e all'azione del gruppo impersonati dalla controllante (Cfr. LA VILLA, *Società strumentali e profili di responsabilità*, Milano 1981).

L'analisi ha inteso soprattutto sottolineare come i concetti di «controllo» e di «gruppo» esprimano due momenti diversi di uno stesso fenomeno, rappresentando il primo una posizione di potere nell'ambito dell'organizzazione fra più imprese, afferendo il secondo all'aspetto strutturale che consente un'azione coordinata tra le medesime per il perseguimento di un interesse comune (cfr. FERRI, *Concetto di controllo e di gruppo*, in AA.VV., *Disciplina giuridica del gruppo d'impresa*, Milano 1982, p. 67 e ss.). In tale contesto le critiche mosse al sistema normativo italiano mettono in evidenza una scelta legislativa «in cui l'elemento focale non appare tanto la direzione unitaria (cioè l'appartenenza al gruppo), quanto la capacità di influenza di una società su un'altra (cioè il controllo)» (cfr. ABADESSA, *I gruppi di società nel diritto italiano*, in AA.VV., *I gruppi di società*, a cura di PAVONE LA ROSA, Bologna 1982, p. 104 e ss.), ribadendo l'esigenza di trovare risposta ai problemi degli «inquinamenti nella formazione della volontà sociale, cui può dar luogo il fenomeno dell'incrocio di partecipazioni», nonché di individuare possibili forme di tutela dei soci di minoranza e dei creditori delle società controllate (cfr. PAVONE LA ROSA, *Introduzione* al volume *I gruppi di società...* cit., p. 11 e ss.).

Su tali complesse tematiche cfr. anche LIBONATI, *Il gruppo insolvente*, Firenze 1981; CHIOMENTI F., *Osservazioni per una costruzione giuridica del rapporto di gruppo fra imprese*, in Riv. dir. comm. 1983, I, p. 257 e ss.; PAVONE LA ROSA, *La responsabilità da «controllo» nei gruppi di società*, in Riv. soc. 1984, p. 401 e ss.; RABITTI BEDOGNI, *Profili unitari nella disciplina delle fattispecie di gruppo*, in Rass. Ec. 1984, p. 22; SCOGNAMIGLIO G., *Società di persone e imprese individuali di gruppo*, Roma 1984.

(4) Si ricordano il progetto elaborato dalla Commissione SANTORO PASSARELLI nel 1962 (v. in Riv. soc. 1966, p. 93) e quello DE GREGORIO formulato nel 1964 (v. in Riv. soc. 1967, p. 350).

(5) Cfr. CARBONETTI, *Informazione societaria e vigilanza bancaria*, cit. p. 633, secondo il quale nella sostanza tale regime normativo si traduce in una maggiore tutela «dei portatori di obbligazioni emesse dagli istituti speciali di credito».

considerazioni deve ritenersi prospettabile anche con riferimento ai rapporti tra la Commissione e l'ISVAP, nonostante in proposito sia stata lamentata dalla dottrina la mancanza di «qualsiasi vera forma di collegamento» (1).

La normativa che ha seguito l'emanazione della l. n. 216 del '74 ha notevolmente innovato il quadro funzionale della Consob, ora estendendone la vigilanza ai mercati ristretti (l. n. 49 del 1977), nei quali vengono negoziati titoli non ammessi alle quotazioni ufficiali presso le borse valori (2), ora puntualizzando la portata del controllo sulle operazioni di «sollecitazione al pubblico risparmio» (art. 12 della l. 23 marzo 1983, n. 77), affiancando alla precisa individuazione dei contorni di tale fattispecie la puntualizzazione del significato di «valore mobiliare» (formula destinata a ricomprendere la vasta gamma di titoli mediante i quali la raccolta di risparmio avvenga con la sollecitazione indiscriminata del pubblico) (3). Oltre ad ampliare, negli enunciati termini, la sfera di competenze della Consob al di là del mercato borsistico, il legislatore ha, poi, provveduto ad estenderne i poteri sulle «società che controllano società con azioni quotate in borsa o negoziate al mercato ristretto, o ne sono controllate», nonché sulle c.d. fiduciarie e sugli enti di gestione fiduciaria, sia pure entro limiti ben identificati (art. 13 della l. 23 marzo 1983, n. 77) (4) (5).

Ovviamente, non può dirsi concluso il processo evolutivo della normativa in parola, né possono dirsi definitivamente risolte le questioni che hanno indotto, in letteratura, a sottolineare l'«ambiguità» della legge n. 216 e talune «contraddittorietà» del sistema di controlli pubblici con essa introdotto (6).

(1) Cfr. CERA, *La Consob*, cit. p. 50. Sul punto, peraltro, è stato osservato in dottrina (v. MARCHETTI D., *Natura e funzioni dell'istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (ISVAP)*, in *Giur. Comm.* 1983, I, p. 637) che non dovrebbero esservi interferenze date le diverse finalità dei «due controlli», pur ribadendosi l'opportunità di un «coordinamento» nell'azione di siffatti organi.

(2) La regolamentazione legislativa del c.d. mercato ristretto, pur richiamandosi ai criteri ispiratori della disciplina di quello borsistico, presenta differenti caratteri rispetto a quest'ultimo. Pur sottolineando la *esclusività* delle competenze della Consob sui mercati ristretti, la dottrina ha rimarcato la minore ampiezza dei poteri della Commissione sulle società quotate in tali mercati rispetto a quelle quotate nelle borse valori (v. CERA, *op. cit.*, p. 91). La diversità di funzioni tra i due mercati — cui si ricollegano le particolari modalità organizzative del controllo pubblico sugli stessi (cfr. COLTRO CAMPI, *Mercato ristretto*, (voce) in *Dizionari del diritto privato. Diritto commerciale e industriale*, Milano 1981, p. 615) — non può comportare un minore grado di tutela dei risparmiatori interessati alle società quotate «al ristretto», quasi a significare un ruolo subordinato del c.d. «mercato» (cfr. su tali aspetti BUONOMO, *La riforma del mercato mobiliare. Il mercato ristretto*, Napoli 1979, *passim* ed in particolare p. 132).

Sull'esigenza di addivenire ad una regolamentazione giuridica del c.d. mercato ristretto anteriormente all'intervento legislativo, cfr. CORSI, *Il problema dei c.d. mercati ristretti: necessità di dettare per questo settore una compiuta disciplina normativa*, in *B.B.T.C.* 1974, I, p. 443 e ss.; DALMARTELLO, *Gli agenti di cambio e i cosiddetti «mercato»*, in *Giur. Comm.* 1975, I, p. 151. Per una valutazione complessiva della materia cfr. MARCHETTI P., *Commento alla legge 23 febbraio 1977, n. 49*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 1978, p. 496 e ss.

(3) Cfr. LIBONATI, *Commento all'art. 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 1984, p. 508 e ss.

(4) Cfr. VISENTINI G.-TONELLI E., *Commento all'art. 13 della legge n. 77 del 1983*, in *Le nuove leggi civili commentate* 1984, p. 529 e ss.

(5) Cfr. MEZZACAPO *Il controllo sui fondi comuni: intermediazione nel credito e tutela del risparmiatore*, cit., p. 232 ove, con specifico riferimento alle società fiduciarie, se ne valuta la funzione di «semplice amministrazione di beni dei clienti», sicché le medesime «sono chiamate a svolgere, sotto forma d'impresa, un'attività di assistenza fiduciaria di tipo individuale, che solo di fatto può ricondursi al concetto di intermediazione». Sull'attività e disciplina delle società fiduciarie vedasi la bibliografia richiamata da MEZZACAPO.

(6) Cfr. ROSSI, *Presentazione a CERA, La Consob*, cit., p. VIII e XV.

Al riguardo, vengono in considerazione soprattutto i rilievi in ordine alla mancata *concentrazione* in borsa dei titoli trattati ed al *carattere concorrenziale* delle forme di vigilanza esercitate dalla Consob e dalla Banca d'Italia, problematiche alle quali, ad avviso della dottrina, non sono stati apportati correttivi dal «regime derogatorio» previsto dall'art. 12 della legge n. 77 del 1983 (1). La questione relativa all'«attività fuori borsa», a prescindere dalle cause tecniche che la originano, assume particolare importanza nella ricerca di condizioni ottimali per la ripresa del mercato borsistico, nel quale prezzi determinati con riferimento ad un'ampia quantità di negoziazioni si presentano più stabili e rappresentativi. Le soluzioni adottabili vanno, tuttavia, coordinate con altre riforme, vuoi di tipo fiscale (dirette a stimolare la quotazione di nuove società, ed in questo senso appare orientata la legge n. 169 del 1983), vuoi rivolte ad incrementare il numero degli investitori istituzionali (vedasi, in proposito, il risultato cui tende la legge n. 77 del 1983, istitutiva dei fondi comuni di investimento); solo ove si pervenga ad elevati livelli di razionalizzazione dell'offerta e della domanda, la borsa, coerentemente al suo ruolo, potrà offrire l'immagine di fonte informativa primaria, qualificata dalla «certezza e pubblicità dei prezzi in essa fatti» (2).

La lamentata concorrenza tra organismi istituzionalmente diversi non sembra preluda necessariamente ad una sovrapposizione di funzioni e ad una potenziale conflittualità di rapporti; le distinte sfere di competenza ai medesimi attribuite nell'ordinamento, riconducibili alle differenti finalità cui appaiono ispirati i rispettivi poteri di controllo, disegnano un quadro interventistico nel quale, più che alla concorrenza, è dato spazio alla collaborazione. Tale è il senso in cui devono essere intese le forme di coordinamento, previste dalla normativa, tra Consob e Banca d'Italia: la loro individuazione in una *informazione reciproca* (a carattere facoltativo) sta ad indicare l'intento del legislatore di rimettere alle cennate autorità la concreta determinazione delle modalità e dei termini in cui la collaborazione tra le stesse debba trovar esplicazione (3).

Al fine di sopperire alle menzionate carenze del sistema dei controlli pubblici sulle società e la borsa, si da renderlo più adeguato alla realtà del mercato, la recente legge 4 giugno 1985, n. 281, ha previsto, all'art. 1, la ristrutturazione della Commissione, cui viene riconosciuta «personalità giuridica di diritto pubblico e piena autonomia». La facoltà ad essa consentita di deliberare «le norme concernenti la propria organizzazione e il proprio funzionamento» — unitamente al diritto di «richiedere notizie, informazioni e collaborazione a tutte le pubbliche amministrazioni» — le conferisce una posizione istituzionale coerente con le funzioni sue proprie e, dunque, ne migliora sensibilmente l'esplicazione (4).

(1) Cfr. CERA, *op. cit.* p. 46.

(2) Cfr. PONTOLILLO, *Relazione* al Convegno di studi su «*Intermediari finanziari e mercato di capitali*», cit., par. 4.2.

(3) ⁽⁸⁸⁾ In tal senso cfr. CARBONETTI, *Informazione societaria e vigilanza bancaria*, cit. p. 628 e ss.; VITALE P., *Informazione societaria e sistema bancario*, cit. p. 1360 e ss.

(4) Nella normativa in questione è contenuta, tra l'altro, la specifica previsione dei rapporti della Commissione col Parlamento e col Governo. Poteri d'intervento particolari vengono assegnati al Ministro del Tesoro il cui ruolo, inquadrandosi «correttamente nella generale responsabilità politica che (il Governo) assume nei confronti del Parlamento», non contraddice l'autonomia della Consob (cfr. *Atti parlamentari*, Senato della Repubblica, riunione della Commissione Finanze e Tesoro del 22 aprile 1985 in sede deliberante sul d.d.l. n. 1284).

Si è in presenza di un apprezzabile sforzo del legislatore che, nel ridisegnare i caratteri e il ruolo della Consob, ha perseguito l'ulteriore risultato di apportare significative modifiche alla regolamentazione del mercato finanziario.

L'ampliamento dei poteri della Consob, relativi alla richiesta di dati e notizie «per l'informazione del pubblico» (cui è correlata una facoltà d'intervento per i casi di «inottemperanza») (art. 5), adegua le forme di controllo, ispirate alla logica della trasparenza, alla realtà di mercato, tenendo conto della prassi e degli orientamenti in precedenza seguiti dalla Commissione. In particolare, si consente alla medesima di domandare alle società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto e «alle società ed enti di qualsiasi natura che vi partecipano direttamente e indirettamente l'indicazione nominativa dei soci» ovvero, qualora trattasi di società fiduciarie che abbiano intestato a proprio nome azioni o quote di società appartenenti a terzi, le «generalità dei fiduciari» (art. 6). A ciò aggiungansi le nuove prescrizioni in tema di disciplina delle partecipazioni superiori al 2% in dette società (art. 7), volte a conseguire l'individuazione degli effettivi assetti proprietari degli enti sottoposti a controllo. Appare evidente come la normativa in esame sia teleologicamente destinata ad accrescere la portata dei poteri già riconosciuti alla Commissione (art. 5 della legge n. 216 del 1974) ai fini dell'accertamento delle partecipazioni incrociate; e ciò anche in ragione della specificazione del contenuto delle comunicazioni «redatte in conformità ad apposito modello approvato con deliberazione della Consob» (art. 7). Si tende, come viene precisato nei lavori parlamentari, al superamento degli ostacoli che precludono «talora alle stesse autorità responsabili l'accesso ad informazioni di cruciale importanza» (1); nel contempo, si dà atto della sempre maggiore attenzione prestata dal legislatore al fenomeno dei «gruppi», nella consapevolezza che la moderna configurazione dei rapporti economici accentua l'esigenza di un più compiuto loro assoggettamento a disciplina giuridica.

D'altra parte, la puntualizzazione, a fini di controllo, delle modalità in cui possono essere effettuate le «sollecitazioni del pubblico risparmio» (art. 15), la revisione dei limiti di applicabilità della disciplina dei valori mobiliari (art. 16) nonché delle disposizioni relative all'ammissione dei titoli alla quotazione di borsa (art. 20), la previsione di ipotesi di collaborazione tra Commissione e Banca d'Italia (artt. 6 e 10) mettono in evidenza l'intento di dirimere talune perplessità in argomento sottolineate dalla dottrina (significativo in tal senso è il raccordo nell'azione delle autorità di vigilanza), migliorando contestualmente la funzionalità degli istituti (2) (3).

(1) Cfr. *Atti parlamentari* citati alla nota precedente.

(2) In particolare, per quanto attiene ai rapporti tra Consob e Banca d'Italia, andranno affrontati delicati problemi interpretativi la cui soluzione dovrà essere ricercata in connessione alle finalità del controllo dalle medesime rispettivamente svolto.

La configurabilità di un «nuovo regime diarchico» nella manovra del capitale proveniente dalla raccolta di disponibilità tra il pubblico, si come sottolineata dalla dottrina nei primi commenti alla legge n. 281 (cfr. GIANNINI, *Relazione* al Convegno di studi su «*La riforma della legge bancaria e le competenze in materia di credito delle Regioni a statuto speciale*», Cagliari, 5 luglio 1985), sembra debba orientare le indagini in argomento; e ciò in quanto la differente qualificazione delle funzioni rispettivamente esercitate dai cennati organi pubblici appare strettamente collegata alla diversità di interessi alla cui tutela è preordinata la relativa azione.

(3) L'importanza della complessa normativa introdotta dalla legge n. 281 è stata sottolineata — con rilevanti approfondimenti specie per quanto riguarda la nuova e più moderna configurazione del mercato finanziario, quale è sottesa all'estensione dei poteri d'intervento della *Consob* — nelle relazioni di PIGA, JAEGER, LIBONATI, CORSI e PREDIERI, nonché negli interventi di MIGNOLI, BORGIOI, SANTANIELLO ed altri, cui ha dato preziosa e tempestiva occasione il Convegno svoltosi a Firenze sul tema «*La legge 4 giugno 1985, n. 281, sulla Consob, sul mercato dei valori mobiliari e la tutela del risparmio*» (1 ottobre 1985).

7. Innovazione finanziaria e nuovi intermediari

Da tempo la dottrina ha messo in evidenza le ragioni che hanno indotto gli intermediari creditizi ad offrire servizi che si concretano in nuovi strumenti finanziari, collaterali rispetto all'attività bancaria tipica. All'identificazione delle cause tecnico-economiche di tale processo — ravvisate nell'esigenza di superare i vincoli derivanti da talune misure restrittive dell'operatività (e, quindi, nella necessità di mantenere costanti i livelli di redditività aziendale) (1) — ha fatto riscontro in campo giuridico l'analisi della natura degli strumenti (atipici) in cui si articola il variegato settore del cosiddetto parabancario (2). Più in generale, sono stati presi in considerazione i riflessi di tali innovazioni sull'esistenza della funzione intermediatrice e sul principio della tutela del risparmio.

Prescindendo in questa sede da valutazioni relative alle modalità in cui il delineato fenomeno ha trovato attuazione, rileva il contributo da esso fornito al processo di diversificazione del risparmio finanziario, favorito dalle autorità creditizie che hanno ravvisato in una maggiore «offerta di titoli sul mercato dei capitali ... (l'avvio di) ... una fase di rimozione delle imperfezioni in esso operanti» (3). La ricerca di forme di investimento alternative a quello bancario è stata, infatti, resa possibile da un'ampia gamma di operazioni ora innestate su preesistenti schemi tipici del nostro ordinamento, ora realizzate facendo ricorso a moduli negoziali nuovi nelle applicazioni ma ripetitivi della struttura contrattuale di fattispecie già disciplinate (4); per converso, le istanze delle imprese produttive hanno trovato più adeguata corrispondenza nell'attività di finanziamento posta in essere da società di *leasing*, *factoring*, etc. le quali, nonostante siano spesso partecipate da banche, si qualificano diversamente da queste ultime individuando un modello di intermediazione diverso da quello che si rin-

(1) Ampiamente sul punto cfr. CAPRIGLIONE, *L'impresa bancaria tra controllo e autonomia*, cit. p. 216 e ss.

Per l'individuazione di linee di politica economica che tengano correttamente conto del processo di innovazione finanziaria, cfr. CIAMPI, *La politica creditizia e l'innovazione finanziaria*, in «Documenti» a cura della Banca d'Italia, n. 151 (luglio 1985); recentemente una riflessione sulle implicazioni delle diverse forme d'innovazione finanziaria con riferimento ai problemi di stabilità e di efficienza del sistema bancario si è avuta ad opera di DESARIO, *Intervento ai Corsi di perfezionamento su «L'innovazione finanziaria nel sistema creditizio e nel mercato mobiliare»*, organizzati dall'Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa e dall'Università Cattolica di Milano (ottobre 1985).

(2) Cfr. VISENTINI, *Operazioni atipiche di finanziamento con emissione di titoli in serie*, in Banche e banchieri 1979, p. 23 e ss.; AA.VV., *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, a cura di LIBONATI e VISENTINI, Milano 1980; BIANCHI-MARCELLI-MEZZACAPO, *Recenti fenomeni di intermediazione finanziaria con emissione di titoli atipici*, in Quaderno n. 14 dei «Contributi alla ricerca economica» del Servizio Studi della Banca d'Italia, 1982, in particolare par. 2.

(3) Così DESARIO, *Economia reale e credito: la specializzazione degli intermediari creditizi e il finanziamento degli investimenti*, cit. p. 202.

(4) Viene qui in considerazione soprattutto la problematica relativa alle c.d. accettazioni bancarie (cfr. tra gli altri PELLIZZI, *Accettazioni bancarie*, in B.B.T.C. 1978, I, p. 130 e ss.; CAPRIGLIONE, *Accettazioni bancarie*, *ibidem*, p. 152 e ss.; LIBONATI, *I problemi dell'inquadramento giuridico delle fattispecie esaminate, con particolare riguardo alle accettazioni*, in *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, cit. p. 27 e ss.; FERRO LUZZI, *Le accettazioni bancarie*, in *Impresa commerciale e industriale*, 1981, p. 1740 e ss.) e al collegamento tra il contratto di associazione in partecipazione ed emissione di titoli che incorporano la posizione dell'associato (cfr., tra gli altri, PELLIZZI, *Il parabancario e l'innovazione finanziaria: aspetti giuridici dell'emissione dei titoli atipici*, in Quaderni dell'Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa, n. 52, 1983; LIBONATI, *Commento all'art. 11 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, in *Le nuove leggi civili commentate* 1984, p. 494 e ss.).

viene nello schema tipologico della raccolta mediante depositi e dell'erogazione mediante concessione di linee di credito (1).

Si delinea così una complessa problematica che, se da un lato appare incentrata sulla verifica della libertà di emissione dei titoli di credito, dall'altro tende al riscontro delle possibilità di espansione della disciplina del mercato «oltre i confini del diritto azionario e di borsa» (2). Si evidenziano qui i limiti del sistema legislativo degli anni settanta. La norma di chiusura contenuta nell'art. 18 della legge 216 del 1974 (volta a ricomprendere nel controllo della Consob fattispecie concretanti forme di «appello al pubblico risparmio») viene ritenuta, infatti, insufficiente a regolare la variegata realtà che gli anni più recenti hanno enucleato, attesa la riconducibilità nella previsione di quella legge dei soli titoli azionari ed obbligazionari (3). L'assenza di una normativa dei titoli atipici ostacola la tutela del risparmio e l'ordinata evoluzione del mercato; diviene pressante l'esigenza di meccanismi di «trasparenza» che assicurino valutazioni obiettive in ordine alla validità degli investimenti la cui scelta avvenga con una maggiore consapevolezza del risparmiatore. A ciò si aggiunga che la ridotta mobilità dei titoli prima della scadenza e l'eterogeneità delle caratteristiche dei medesimi possono determinare rischi di immobilizzo e difficoltà di calcolo delle convenienze relative, rendendo, anche sotto questi aspetti, precaria la posizione di coloro che si orientano verso tali forme di risparmio (4).

(1) L'ampia letteratura formatasi in argomento, nel mettere in evidenza il carattere «innominato» di tali contratti (cfr. DE NOVA, *Il leasing e il factoring come strumenti di finanziamento*, in *Rivista critica del diritto privato* 1983, p. 9), ha sottolineato la specifica funzione cui adempiono le operazioni in questione, valutandone positivamente il ruolo di strumenti innovativi che suppliscono ai tradizionali meccanismi finanziari tendenti all'obsolescenza.

In particolare si richiamano, per il *leasing*, gli scritti di LEO, *L'essenza del credito e il leasing finanziario*, in AA.VV., *Le operazioni bancarie*, Milano 1978, tomo II, p. 831 e ss.; BALOSSINI-COLTRO-CAMPI, *Gli usi di banca, di borsa e di leasing*, Milano 1980; AA.VV., *Forme atipiche di finanziamento del leasing*, Milano 1983; GALIMBERTI, *Il leasing e la modernizzazione del mercato dei capitali in Italia*, in AA.VV., *Sviluppo della finanza internazionale e interdipendenza dei sistemi finanziari*, Milano 1984; per il *factoring* gli scritti di CARNEVALI, *I problemi giuridici del factoring*, in AA.VV., *Le operazioni bancarie*, cit. tomo II, p. 793 e ss.; CARDARELLI, *Ricerca sulla natura giuridica del factoring in Italia*, in *Impresa, ambiente e pubblica amministrazione* 1981, p. 179 e ss.; CASSANDRO B., *Collaborazione alla gestione e finanziamento dell'impresa: il factoring in Europa*, Milano 1981; ZUDAS, *Il contratto di factoring*, Napoli 1983.

(2) Così FERRARINI, *Il finanziamento delle operazioni di leasing nella prospettiva della nuova legge sui fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. civ.* 1983, p. 556.

Sul problema relativo alla libertà di emissione dei titoli di credito ampio è stato il dibattito dottrinale anteriormente alla legge n. 77 del 1983. Per tutti cfr. MARTORANO, *Libertà di creazione di titoli di credito ed autonomia privata*, in *B.B.T.C.* 1978, I, p. 385 e ss.; LIBONATI, *I problemi dell'inquadramento giuridico.....cit.*, p. 44; GRASSETTI, *Nuove tecniche di intermediazione finanziaria: i certificati immobiliari*, in *Giur. Comm.* 1981, I, p. 527 e ss.; PAVONE LA ROSA, *Titoli «atipici» e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in *Riv. soc.* 1982, p. 705 e ss.

Con la emanazione della legge n. 77 i motivi di discussione sono stati ritenuti «in larga misura esauriti ed il principio della libertà di emissione dei titoli di massa atipici..... ne è uscito espressamente confermato» (così FERRARINI, op. cit., p. 555); nello stesso senso FENGHI, *Emissioni di valori mobiliari e diritto all'informazione*, in *Riv. soc.* 1983, p. 490; permangono, tuttavia, opinioni contrarie, cfr. VISENTINI G., *Emissione e collocamento di valori mobiliari: prime note di commento agli artt. 11 e 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, ivi, 1983, p. 889; LIBONATI, *Commento agli artt. 11 e 12 della legge 23 marzo 1983*, in *Le nuove leggi civili commentate* 1984, p. 494 e ss.; FERRO LUZZI, *Aspetti evolutivi del fenomeno creditizio*, in «*Governo regionale e strumenti creditizi*» (*Atti del Convegno organizzato dalla Regione Toscana e dalla Università di Firenze il 29-30 marzo 1984*), Firenze 1984, p. 47.

(3) In tal senso cfr. ROSSI, *Una proposta di interpretazione della legge sui fondi di investimento*, in AA.VV., *I fondi comuni d'investimento*, a cura di JAEGER e CASELLA, Milano 1984, p. 10.

(4) Cfr., gli interventi dei rappresentanti della Banca d'Italia, BIANCHI e PONTOLILLO, nel corso dell'indagine conoscitiva condotta dalla Commissione Finanze e Tesoro del Senato sui certificati immobiliari e sui fondi comuni d'investimento immobiliare (giugno 1982), riportati in *Parabancaria* 1982, fasc. III, p. XXVI e ss., in particolare p. XXVIII.

Di siffatta realtà ha tenuto conto il legislatore che, nella prospettiva di un più ampio e regolare sviluppo dei nuovi schemi finanziari, ha disciplinato congiuntamente i fondi comuni mobiliari e la raccolta di risparmio effettuata attraverso l'emissione di valori mobiliari (legge 23 marzo 1983, n. 77).

I commenti che in letteratura sono apparsi sulla legge n. 77 hanno sottolineato come, a fronte di una compiuta regolamentazione del nuovo istituto dei fondi comuni, la normativa dei valori mobiliari è circoscritta alla valutazione della compatibilità delle operazioni con l'equilibrio dei flussi finanziari, oltre che con l'esigenza di trasparenza del mercato (1). In particolare, l'analisi dei profili organizzativi dei fondi ha messo in evidenza un sistema di garanzie per i risparmiatori incentrato nella funzione di controllo assegnata ad autorità pubbliche diverse (Consob e Banca d'Italia) ed articolata in una complessa azione di vigilanza sui soggetti che gestiscono la relativa attività (2). Si individua una rilevanza pubblicistica dell'istituto da raccordare alle modalità operative dei nuovi intermediari (forma della raccolta, presenza attiva sul mercato borsistico, etc.) attraverso le quali si realizza una tutela indiretta dei risparmiatori; in mancanza di un coinvolgimento di questi ultimi alle scelte dei gestori del fondo (3), lo Stato appresta strumenti di salvaguardia demandandoli ad un apposito apparato interventistico. Le più attenuate forme di controllo sulle emissioni di valori mobiliari da collocare mediante offerta al pubblico sembrano scontare, invece, criteri di autodisciplina del mercato consoni all'affermazione di diverse (e, almeno in via di principio, più consapevoli) modalità di impiego del risparmio, che si realizzino al di fuori degli schemi tradizionali dell'intermediazione (ai quali devono ritenersi riconducibili i fondi comuni).

In tale chiave interpretativa sembrano trovare giustificazione quelle tesi che, nel sottolineare i tratti distintivi della disciplina giuridica dei fondi, ora si soffermano sul momento discrezionale dell'intervento pubblico (più attenuato rispetto a quello che si riscontra nei confronti degli intermediari creditizi) (4),

(1) Tale assunto emerge direttamente o indirettamente dai numerosi scritti sulla legge n. 77. Vale la pena ricordare — oltre alle relazioni e comunicazioni presentate in taluni convegni sul tema (cfr. quello organizzato da «Giurisprudenza Commerciale» in collaborazione con la Facoltà di giurisprudenza dell'Università statale di Milano, nell'ottobre 1983, i cui *Atti* sono stati pubblicati a cura di JAEGER e CASELLA in Milano nel 1984, e quello promosso dall'Associazione per gli studi di legislazione economica di Perugia e dalla Fincentro s.r.l. in collaborazione con la Camera di Commercio di Firenze, nel novembre 1983, i cui *Atti* sono stati pubblicati a cura di BOMPANI in Firenze nel 1985) ed al commento del relativo corpo di norme contenuto nelle «Nuove leggi civili commentate» 1984, p. 380 e ss. — i lavori di LIBONATI, *Fatta la legge ora non resta che applicarla*, in *Parabancaria* 1983, fasc. II, p. I e ss.; ASCARELLI F., *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *B.B.T.C.* 1983, I, p. 404 e ss.; DI MAIO, *I fondi comuni di investimento mobiliare aperti*, in *B.B.T.C.* 1983, I, p. 404 e ss.; BOMPANI, *I fondi mobiliari italiani*, Padova 1983; CASTIELLO, *Profili pubblicistici della disciplina dei fondi comuni d'investimento*, in *Economia e credito* 1983, p. 514 e ss. e 1984, p. 36 e ss.; COSTI, *Le istituzioni finanziarie degli anni ottanta*, cit. p. 253 e ss.

(2) Per tutti cfr. COSTI, *Le istituzioni finanziarie degli anni ottanta*, cit. p. 254 e ss.; MARCHETTI P., *In tema di controlli sui fondi comuni*, in *Riv. soc.* 1983, p. 504 e ss.; MEZZACAPO, *Il controllo sui fondi comuni.....* cit., p. 242 e ss.; NOBILI, *Commento all'art. 6 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, in *Le nuove leggi civili commentate* 1984, p. 435 e ss.

(3) Benché i risparmiatori abbiano conoscenza, almeno generica, della composizione del fondo, essendo i criteri di investimento delineati nel regolamento e desumibili dalla pubblicazione dei «prospetti» di cui all'art. 5 della legge n. 77.

(4) Cfr. CASTIELLO, *Profili pubblicistici della disciplina dei fondi comuni d'investimento* cit. p. 580 e ss.

ora sottolineano la specifica competenza professionale che viene richiesta ai gestori dei fondi in vista delle peculiarità del prodotto fornito (1). Non sembrano, invece, condivisibili quelle opinioni che si riferiscono ad una emergente «contraddizione ... tra settori disciplinati rigidamente (risparmio bancario) e settori regolati da principi più elastici» (2), in quanto trascurano la diversa partecipazione dei risparmiatori nelle variegate ipotesi di intermediazione; né si spiegano i richiami ad una logica di «compromesso» nella differente sfera dei controlli attribuiti rispettivamente alla Banca d'Italia e alla Consob (3), giacché in contrario sta la considerazione dei diversi obiettivi cui gli stessi sono preordinati (4).

In definitiva, si è in presenza di una disciplina di settore che dimostra un sensibile affinamento della tecnica legislativa nel valutare i differenti aspetti dell'innovazione finanziaria. I limiti normativi che tuttora permangono con riguardo al controllo della «sollecitazione del pubblico risparmio» (che si realizza tramite l'emissione di valori mobiliari) sono indicativi della oggettiva difficoltà di addivenire ad una uniforme regolamentazione della materia in esame; da qui la ricorrenza di critiche circa il carattere di genericità del secondo corpo di norme inserito nella legge n. 77 (5). Viene in evidenza una segmentazione del mercato la quale, anche se riflette la diversa natura dei finanziamenti e le preferenze degli investitori, sollecita la ricerca di livelli di maggiore omogeneità normativa in una prospettiva *de iure condendo*. Ciò al fine non solo di rendere possibile un più soddisfacente accoglimento delle istanze di tutela dei risparmiatori che si rivolgono al settore dei cosiddetti titoli atipici — e, quindi, il superamento delle obiezioni e dei dubbi interpretativi che si ricollegano alla formulazione di talune disposizioni della legge n. 77 (6) —, ma anche di poter proce-

(1) La professionalità di tali intermediari — quale si evince dal rapporto tra i partecipanti e la società di gestione, nonché dai caratteri di quest'ultima (cfr. LENER, *Commento all'art. 3 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, in *Le nuove leggi civili commentate 1984*, p. 400 e ss.) — assume nella valutazione della dottrina a presupposto della loro «affidabilità» essendo strettamente legata alla solvibilità degli stessi (cfr. MEZZACAPO, *Il controllo sui fondi...* cit., p. 240).

D'altra parte, i connotati funzionali che contrassegnano i fondi mettono in evidenza l'elevato grado di *know how* tecnico professionale richiesto dall'attività svolta che si caratterizza per questo genere di specializzazione (cfr. CESARINI, *I fondi comuni d'investimento: aspetti tecnici ed economici*, in AA.VV., *I fondi comuni di investimento*, cit. p. 37 e ss.). Sottolinea la peculiare competenza professionale dei fondi in una «prima valutazione positiva sull'accoglienza del pubblico», VISENTINI G., *Come sono stati accolti i fondi*, in *Parabancaria 1985*, fasc. 3, p. 17 e ss.

(2) Così SAVIGNANO, *Intervento al Convegno di studi su «Il sindacato giurisdizionale sull'intermediazione creditizia»* (Capri, giugno 1984), organizzato dall'Isveimer, in *Atti pubblicati in Napoli 1985*, p. 119.

(3) Cfr. in tal senso MAFFEI ALBERTI, *Nota introduttiva al commento della legge 23 marzo 1983, n. 77*, in *Le nuove leggi civili commentate 1984*, p. 381; MARCHETTI P., *In tema di controlli sui fondi comuni*, cit. pp. 510 e 511.

(4) Cfr. CARBONETTI, *Informazione societaria e vigilanza bancaria*, cit., p. 628 e ss.. Particolare la posizione di ROSSI (*Una proposta di interpretazione della legge sui fondi di investimento*, cit., pp. 18 e 19) secondo cui «la dicotomia dei controlli, fra Consob e Banca d'Italia, ... (è) ... insita nella dicotomia della legge n. 77 o meglio nella filosofia delle due griglie che nella disciplina di tale legge è inserita, nel duplice riferimento al mercato in generale e a un istituto tipico in particolare».

(5) Cfr. LIBONATI, *Commento agli artt. 11 e 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, cit., in particolare p. 508 e ss.

(6) Cfr. VISENTINI G., *Emissioni e collocamento di valori mobiliari: prime note di commento agli artt. 11-14 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, cit., p. 874 e ss.; BUSSOLETTI, *Prime note a commento degli artt. 11 e 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, in *Riv. soc.* 1983, p. 459 e ss.; COSTI, *Titoli atipici alle luci della ribalta*, in *Parabancaria 1983*, fasc. 4, p. 1 e ss.; LIBONATI, *Commento agli artt. 11 e 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, cit. p. 500 e ss.; MAFFEI ALBERTI, *Nota introduttiva al commento della legge 23 marzo 1983, n. 77*, cit. p. 382.

dere ad una ridefinizione dei criteri di identificazione dell'attività bancaria (nel cui ambito potrebbero confluire le fattispecie negoziali nelle quali l'innovazione finanziaria ha trovato espressione). Solo in tal modo si raggiungerà un'effettiva equiparazione con le legislazioni dei nostri *partners* europei (1), peraltro non senza l'abbandono di talune soluzioni normative (di recente riprese anche nella legge 5 marzo 1985 n. 74) (2) che, nell'intento di aderire ai principi liberalizzatori del Trattato di Roma, in realtà non pongono il nostro sistema in sintonia con quelli degli altri paesi comunitari.

8. Segue: l'attività di «merchant banking» e lo sviluppo industriale

Fin dalla metà degli anni settanta era stata avvertita l'esigenza di formule operative che, nel sopperire alle carenze di capitale delle imprese, servissero a incentivare e razionalizzare l'offerta di investimenti: la nota «proposta» avanzata da Carli nel 1975 ne è un chiaro segno (3). Alla indicazione metodologica in essa contenuta è riconducibile la riflessione volta ad individuare nuove strutture di finanziamento, aperte anche all'intervento di intermediari non bancari (4). Viene in considerazione lo schema finanziario della *banca d'affari* che, con modalità diverse, ha trovato afferamzione nella maggioranza dei Paesi occidentali (5), rivelandosi strumento particolarmente idoneo a canalizzare verso

(1) Va tenuto presente che in taluni paesi della C.E.E. in sede legislativa sono state incluse tra le operazioni di credito anche l'assunzione professionale di impegni di firma ovvero sono assimilate a dette operazioni quelle di locazione finanziaria, cfr. sul punto, per la Francia, la nuova legge bancaria n. 84-86 del 24 gennaio 1984, per la Germania il combinato disposto degli artt. 1 e 19 della legge 3 maggio 1976 (BGBl. IS. 1121), nel testo recante le modifiche approvate il 6 dicembre 1984 dal Deutscher Bundestag ed entrate in vigore il 1° gennaio 1985. In dottrina v. COSTI, *Le istituzioni finanziarie degli anni ottanta*, cit. p. 237; F.J., *La nouvelle loi bancaire: ses aspects institutionnels*, in Banque, marzo 1984, p. 275 e ss.; BECK H., *Gesetz über das Kreditwesen*, Wiesbaden 1985.

(2) Infatti, nella legge n. 74 del 1985 e nel relativo D.P.R. d'attuazione del 27 giugno 1985, n. 350, si continua a proporre il modulo definitorio dell'attività bancaria, desumibile dall'art. 1 l.b., nei termini tradizionali dell'intermediazione tra risparmio e credito. Ciò se, per un verso, esprime coerenza con la scelta comunitaria, non registra per l'altro — probabilmente per il ritardo con cui si è recepita nell'ordinamento italiano la direttiva C.E.E. n. 780 del '77 — le novità che, in ambito internazionale in genere ed europeo in specie, si sono prodotte a livello normativo e di prassi finanziaria dal 1977 ad oggi. In tal senso cfr. MERUSI, *Intervento alla Tavola rotonda organizzata dal C.E.D.I.B. presso la Facoltà di economia e commercio dell'Università di Roma su «La legge delega di attuazione della prima direttiva comunitaria in materia creditizia»* (19 aprile 1985).

(3) Di tale «proposta», enunciata nella stampa al momento della sua formulazione (cfr. RIVA, *La grande cogestione secondo Carli*, in Corriere della sera del 5 gennaio 1975), si ha traccia nella *Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1974*, p. 402 e ss. Recentemente ne ha precisato i contenuti lo stesso CARLI, *Trasformazioni reali e trasformazioni finanziarie*, in *Le banche e il capitale di rischio* cit. p. 23.

(4) Cfr. Audizione del Governatore della Banca d'Italia nel corso dell'indagine conoscitiva sulla politica industriale (Senato della Rep. Commissione industria, Commercio e turismo, Roma, 31 gennaio 1984), in *Bollettino economico della Banca d'Italia*, n. 2 (febb. 1984), p. 103 e ss., in particolare p. 108 e ss.

(5) Per una valutazione complessiva dei modelli anglosassone, francese e tedesco, cfr. BETTALE, *Cosa si sta facendo per le banche d'affari in Italia*, in AA.VV., *Le banche e il capitale di rischio* cit. p. 117 e ss.; TITI, *Rapporto sulle banche d'affari*, in *Mondo economico*, marzo 1984; in particolare sui sistemi francesi e tedesco a confronto v. NARDOZZI, *Tre sistemi creditizi*, Bologna 1983, p. 65 e ss. e rispettivamente p. 87 e ss.; su alcuni profili della esperienza francese v. ANTONUCCI, *Le «banques d'affaires» ricostruzione di una esperienza*, in *Giur. Comm.* 1982, I, p. 132 e ss.; BATTESTINI, *L'evoluzione del mercato finanziario francese*, in «Risparmiare per investire» *Atti del Convegno A.B.I.* — Fideuram (Roma, febbraio 1984), p. 71 e ss.; sui profili operativi della banca universale tedesca, v. KEHL W., *Die Universalbank. Diversification durch kredit und Effektengeschäft*, Wiesbaden 1978; sui caratteri del sistema finanziario americano v. FRANZI, *Situazione e prospettive della intermediazione bancaria e non bancaria negli Stati Uniti*, in *Atti del Convegno «Risparmiare per investire»*, cit. p. 85 e ss.

il settore produttivo un volume di risparmio superiore a quello che al medesimo sarebbe affluito attraverso un'azione affidata unicamente alle iniziative degli operatori economici bisognevoli di mezzi.

Fondata su un'operatività variegata (comprendente anche prestazioni di tipo consultivo) la logica di intervento della *merchant bank* è volta alla ottimizzazione della struttura del passivo delle imprese: questa viene conseguita col promuovere un afflusso di fondi da parte dei risparmiatori che ravvisano nell'intervento della *merchant bank* nell'affare elementi di affidabilità tali da superare la scarsa propensione verso gli investimenti diretti. Si evidenzia la possibilità di realizzare, nel medio periodo, guadagni in conto capitale attraverso la cessione a terzi delle partecipazioni assunte e, nel contempo, si individua l'alta professionalità di tali intermediari nella valutazione delle capacità di sviluppo e di profittabilità delle imprese (1).

Legato alla *merchant bank* in un rapporto di genere a specie è poi l'istituto del *venture capital*, il cui meccanismo si caratterizza in ragione del tipo di prodotto finanziario fornito, al quale nella maggioranza dei casi è condizionata la stessa esistenza in vita delle imprese sovvenzionate. La società di *venture capital*, infatti, assicura per solito la propria assistenza alle iniziative economiche che si realizzano nei settori tecnologicamente avanzati, nei quali la rilevanza degli investimenti in beni immateriali frappone un ostacolo alla affidabilità secondo i criteri tradizionali. Da qui la maggiore rischiosità di tali operazioni cui fa riscontro una elevata proiezione di redditività destinata a controbilanciare l'alta percentuale di rischio (2).

La specifica attitudine di siffatte formule operative a corrispondere alle istanze dell'innovazione tecnologica ne sottolinea la destinazione alla soluzione dei problemi dello sviluppo industriale: al loro decollo si lega la possibilità di un ammodernamento dell'apparato produttivo e, dunque, il superamento dei tradizionali ritardi della nostra economia nei confronti di taluni *partners* occidentali. Del resto, da tempo il legislatore ha mostrato di essere sensibilizzato in tal senso valutando positivamente l'apporto di moduli finanziari direttamente finalizzati all'obiettivo della «ricerca applicata»; l'istituzione presso l'IMI di un apposito «fondo speciale» ad essa destinato (le cui disponibilità sono state a più riprese incrementate) (3) costituisce una riprova della consapevolezza (da parte dei pubblici poteri) che ogni prospettiva di crescita tecnologica non possa essere disgiunta dalla predisposizione di un'adeguata strumentazione finanzia-

(1) Cfr. CAPRIGLIONE-MEZZACAPO, *Evoluzione del sistema finanziario italiano e attività di «merchant banking»*, cit. p. 300.

(2) Sulla funzione e sui caratteri del *venture capital* cfr. GRAFFAM, *Promoting Venture Capital Operations in the Developing World: the I.F.C. Experience*, lavoro presentato alla conferenza su «Sviluppo tecnologico e Venture Capital» Madrid 1983; FORESTIERI, *I primi passi del Venture Capital in Italia*, in «Lettera del gruppo Barclays International», sett. 1983; DE MACCHI, *Il venture capital*, in *Atti del convegno «Dal capitale di credito al capitale di rischio»*, cit. p. 105 e ss. Per una sintesi delle principali esperienze straniere v. BELTRAME, *Cronache dai paesi europei: le società di venture capital*, in *Economia pubblica* 1984, p. 713 e ss.

(3) Tale fondo, istituito con la legge 25 ottobre 1968, n. 1089, è stato oggetto, nel tempo, di numerosi interventi normativi fino alle recenti leggi 17 febbraio 1982, n. 46 e 22 dicembre 1984, n. 887. Per una ricognizione delle modalità operative dello stesso, cfr. *Interventi a favore della ricerca applicata*, a cura del Servizio Studi dell'IMI, novembre 1983.

ria che tenga conto vuoi della realtà organizzativa che per solito ne è alla base (medie e piccole imprese) (1), vuoi della ridotta capacità delle imprese, operanti nel settore, di attrarre autonomamente capitale di rischio.

Il successo dello schema di *merchant bank* è legato, tuttavia, non solo alla introduzione di adeguate misure fiscali che favoriscano la formazione e lo sviluppo di intraprese innovative (2), ma anche all'adozione di un modello coerente con i criteri ordinatori del settore creditizio (separazione banca-industria, tipicità dell'attività, tutela dei depositanti, ecc.). All'uopo viene in considerazione la figura che, nell'enunciazione delle autorità creditizie, meglio si inquadrerebbe nel contesto istituzionale bancario: la società finanziaria di partecipazione «abbastanza prossima a quella degli organismi di *merchant bank*», nel riferimento preferenziale al prototipo anglosassone (3).

La creazione di figure soggettivamente distinte dagli enti creditizi (alle stesse legate da un rapporto partecipativo) consentirebbe di mantenere inalterato l'orientamento che limita l'operatività delle aziende di credito allo svolgimento di attività bancaria tipica (4); resterebbe ferma, peraltro, l'adesione ad una logica di deregolamentazione del sistema nell'ammettere nuove formule operative che, riferibili in ultima istanza agli enti creditizi, sono da questi svincolate sotto un profilo formale (5). Il ricorso allo schema della «società finanziaria di partecipazione» legittima, infine, la preclusione ai nuovi intermediari della raccolta di depositi presso il pubblico e la possibilità di interventi da parte dell'autorità di controllo la quale, nel rilasciare alle banche l'autorizzazione ad assumere le partecipazioni, potrà correlare la quota di possesso azionario delle stesse alla relativa consistenza patrimoniale (6).

Affiora, già da un primo approccio alla materia, un'ampia problematica giuridica: dalla individuazione delle forme di produzione normativa da adottare per la concreta disciplina dell'istituto (atti di rango legislativo o provvedimenti di normazione secondaria) alla soluzione delle questioni prospettabili in connessione con la eventuale previsione di un apposito «albo» di siffatte finanziarie (natura e presupposti dell'atto di iscrizione, competenze dell'autorità

(1) In tal senso significativo si configura il disposto del comma sesto dell'art. 4 della legge n. 1089 del 1968: «Una quota parte del fondo di cui al presente articolo, da determinarsi a cura del CIPE, dovrà essere destinata alla ricerca tecnologica e tecnica di piccole e medie imprese anche consorziali».

(2) Cfr. al riguardo, le proposte di legge citate alla nota n. 66.

(3) Cfr. *Relazione* della Banca d'Italia per l'anno 1982, p. 410; *Relazione* della Banca d'Italia per l'anno 1983, p. 291; v. altresì CIAMPI, *Considerazioni formulate nel corso di un incontro informale con la Commissione Finanze e Tesoro della Camera dei deputati* (dicembre 1984), pubblicate in *Parabancaria* 1985, fasc. I, pag. VIII e ss.

Sulla problematica relativa al modello giuridico più idoneo per l'organizzazione dell'attività di «merchant banking», cfr. COSTI, *Una legge per le merchant banks?*, in *Banca, impresa, società* 1985, p. 407 e ss.

(4) Ciò in linea, del resto, con l'ottica seguita dalle autorità creditizie nel consentire la costituzione di società controllate per l'attivazione di servizi collaterali. Sul punto cfr. la disciplina contenuta nella Circolare della Banca d'Italia del 19 giugno 1981, n. 14383, emanata in attuazione della delibera del C.I.C.R. del 28 gennaio 1981; in dottrina per un commento a tale normativa cfr. COSTI, *Le istituzioni finanziarie degli anni ottanta*, cit. p. 113 e ss.

(5) Cfr. in tal senso OTERI, *La riforma delle partecipazioni bancaria.....* cit., loc. cit.

(6) Cfr. CIAMPI, *Considerazioni formulate nell'incontro informale con la Commissione Finanze e Tesoro della Camera dei Deputati*, cit. p. IX.

pubblica investita dei poteri di vigilanza, ecc.). In particolare, la chiarificazione del quadro soggettivo di riferimento delle *merchant bank* riconduce a verificare l'attuale validità di taluni importanti aspetti della disciplina delle partecipazioni bancarie e le possibilità (e modalità) della partecipazione al capitale da parte di soggetti non creditizi (privati, finanziarie regionali, ecc.) (1). Non minore interesse suscitano i profili operativi delle banche d'affari ove si consideri che la valutazione dell'oggetto prevalente della loro attività (consistente nell'acquisto di azioni delle imprese da finanziare) può — tra l'altro — riflettersi ora sulla qualificazione dei nuovi intermediari, ora sulla rilevanza delle dimensioni («medio-piccole») delle imprese interessate (2).

A prescindere dalla possibilità di inquadrare tale nuovo schema d'intermediazione finanziaria in un ambito più strettamente creditizio (e di ricondurre in particolare la *merchant bank* tra gli istituti che esercitano il credito speciale (3), la opportunità o meno di prevedere con legge la costituzione di banche d'affari nel nostro paese dipende dalla possibilità di realizzare una disciplina omogenea della materia (che eviti, cioè, situazioni di disparità tra le diverse iniziative) e dalla portata della regolamentazione che si intenda dettare.

Sono note le critiche mosse ad un primo emendamento al d.d.l. n. 436 (Senato) — relativo al «controllo delle partecipazioni bancarie in attuazione della direttiva C.E.E. n. 83/350 del 15 giugno 1983 in tema di vigilanza su base consolidata degli enti creditizi» — recante disposizioni relative a «società di intermediazione finanziaria del tipo *merchant banking*» (4); a un atteggiamento di prudenziale attesa da parte del legislatore avrebbe potuto farsi corrispondere — in vista dello stabilizzarsi del fenomeno — un intervento delle autorità creditizie in qualche misura correttivo della vigente disciplina delle partecipazioni bancarie. Una più articolata ipotesi legislativa si è avuta con un secondo emendamento governativo al citato d.d.l. n. 436 (5). Nonostante la nuova proposta

(1) Cfr. CAPRIGLIONE-MEZZACAPO, *Evoluzione del sistema finanziario italiano e attività di «merchant banking»*, cit. par. 6.

(2) Donde la problematica della identificazione giuridica dell'impresa medio-piccola, attesa la mancanza nella legislazione italiana di una definizione generale della stessa e l'utilizzazione di criteri eterogenei per la sua individuazione. Per un'analisi dei caratteri di tali imprese, cfr. SCOGNAMIGLIO G., *Impresa minore e grande impresa nelle leggi sulle agevolazioni all'industria*, in Riv. dir. civ. 1980, II, p. 370 e ss.

(3) La ricerca di una soluzione affermativa a siffatta problematica va costruita sulla base della distinzione tra credito ordinario e credito speciale, si da ravvisare nella «specialità» del *merchant banking* il presupposto per la qualificazione degli enti che ad esso si dedichino. Attesa la possibilità di individuare — anche alla luce delle disposizioni contenute nella legge 10 febbraio 1981, n. 23 — nella peculiarità della destinazione la caratterizzazione principale del *credito speciale*, sembra possa concludersi che nelle ipotesi in questione si rinvengono gli elementi qualitativi per utilizzare il criterio della specialità. Ampiamente sul punto cfr. CAPRIGLIONE-MEZZACAPO, *Evoluzione del sistema finanziario italiano e attività di «merchant banking»*, cit. par. 5.4.

(4) Lo schema operativo prefigurato in tale emendamento è riportato in *Parabancaria* 1985, fasc. I, p. VII. Per l'individuazione delle cause che sono a fondamento dello stesso cfr. *Atti parlamentari*, Senato della Rep., IX Legisl., resoconto della seduta dell'11 dicembre 1984 della Commissione Finanze e Tesoro. Valutazioni critiche su di esso sono state formulate da COSTI e D'ONOFRIO nel corso di una Tavola rotonda su «L'attività di *merchant banking* in Italia», organizzata dal gruppo parlamentare della Sinistra Indipendente della Camera dei Deputati (Roma, 5 marzo 1985).

(5) In tale secondo emendamento, infatti, essendo determinante ai fini dell'individuazione delle società di *merchant banking* iscritte in apposito albo (e, quindi, della loro sottoposizione a vigilanza da parte dell'autorità pubblica) la consistenza patrimoniale delle stesse (20 miliardi di lire), si finisce sostanzialmente con l'ammettere forme di regolamentazione diversa dell'attività in esame. A fronte di soggetti di più ridotte dimensioni (con capitale e riserve aventi ammontare inferiore a 20 miliardi di lire) sottratti a qualsivoglia controllo, ve ne sarebbero altri assoggettati alla normativa ivi prevista ad altri ancora alla medesima sottratti in relazione al loro carattere bancario.

sembri destinata a realizzare una più compiuta regolamentazione di settore (essendo volta ad evitare taluni effetti negativi che, in assenza di un'espressa disciplina, potrebbero determinarsi sugli assetti organizzativi futuri delle banche d'affari), desta perplessità la configurazione di una polimorfa disciplina dei soggetti svolgenti attività di *merchant banking* presente nel cennato emendamento (1).

Gli interessi in gioco sono rilevanti e premono nel senso di un effettivo rinnovo del pluralismo delle strutture finanziarie e di un riequilibrio degli assetti istituzionali di mercato; dall'adozione di soluzioni idonee dipenderà la capacità di corrispondere alle mutate esigenze dei settori produttivi, coerentemente con il processo di sviluppo economico in atto nel nostro paese e più ancora a livello internazionale. Non si tratta di rimettere in discussione i caratteri che fino ad oggi hanno individuato la fisionomia dell'ordinamento bancario, bensì di raccordarli alle innovazioni degli anni più recenti. Si pongono le premesse per un definitivo superamento della posizione di centralità tradizionalmente assunta dagli intermediari creditizi: il mercato finanziario, arricchito dalla più vasta gamma dei prodotti offerti, potrà dirsi avviato a recuperare una connotazione fisiologica adeguata alla sua funzione e alla sua stessa nozione.

(1) Da ultimo, su iniziativa dei senatori Fiocchi e D'Onofrio, è stato presentato un disegno di legge su «Agevolazioni a favore degli intermediari finanziari che favoriscono la quotazione in borsa delle imprese e disciplina delle cambiali finanziarie» (Cfr. *Atti parlamentari*, Sen. della Rep., IX Leg., doc. n. 1372) che, limitatamente al sistema bancario, prevede nuovi criteri di regolamentazione delle *merchant banks*, che tengono conto, sotto il profilo fiscale, delle peculiarità operative di tali intermediari.

Anche siffatto progetto è stato sottoposto ad emendamenti, presentati dal sen. Francanzani a nome del Governo (cfr. *Atti parlamentari*, Sen. della Rep., IX Leg., Comiss. Fin. e Tes. in sede referente, sedute del 17 e 25 luglio 1985), allo scopo di dare «al settore *merchant banking* una disciplina ... non limitata alla partecipazione delle banche, ma al tempo stesso ristretta all'essenziale, senza voler avere un carattere restrittivo per l'iniziativa privata».

