

BANCA D'ITALIA

**Quaderni di ricerca giuridica**

della Consulenza legale

**Il mercato secondario organizzato  
dei titoli emessi o garantiti dallo Stato**

di Vincenzo Mezzacapo



**Numero 18 - Agosto 1988**

BANCA D'ITALIA

# **Quaderni di ricerca giuridica**

della Consulenza legale

**Il mercato secondario organizzato  
dei titoli emessi o garantiti dallo Stato**

di Vincenzo Mezzacapo

**Numero 18 - Agosto 1988**

*All'analisi economica e tecnica, sulla quale si basa l'azione che la Banca d'Italia svolge come banca centrale ed organo di vigilanza, si accompagna, con crescente impegno, quella giuridica dei fenomeni creditizi e monetari e, piú in generale, dei profili istituzionali dell'attività economica.*

*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 CAPRIGLIONE, VINCENZO MEZZACAPO*

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

## INDICE

1. La disciplina della borsa valori e di altri mercati organizzati .....	9
2. Il decreto del Presidente della Repubblica 29 dicembre 1987, n. 556 ....	11
3. La formazione di «listini di prezzi» .....	14
4. La regolamentazione del nuovo mercato .....	16
5. Gli operatori del mercato secondario organizzato .....	19

## APPENDICE

— Parere Consiglio di Stato - Ad. Gen. 17 dicembre 1987 .....	25
— D.P.R. 29 dicembre 1987, n. 556 .....	30
— D.M. 8 febbraio 1988 .....	32
— Convenzione 11 aprile 1988, nel testo modificato dall'assemblea in data 8 giugno 1988 .....	34



## 1. La disciplina della borsa valori e di altri mercati organizzati

Il crescente perfezionamento delle tecnologie telematiche ha in epoca recente reso possibile, nel campo finanziario, l'adozione di nuove modalità operative di fronte alle quali non sempre l'ordinamento giuridico si è mostrato preparato. E' prevedibile che sviluppi ulteriori e ampliate potenzialità delle tecniche informatiche comporteranno radicali trasformazioni, anche istituzionali, dei mercati e l'opportunità di rivedere *ab imis* principi e canoni strutturali e funzionali che appaiono ormai non più al passo con i tempi o, comunque, bisognevoli di un'ampia rivisitazione critica.

La negoziazione dei valori mobiliari è certamente uno dei campi in cui si appalesano le maggiori prospettive e le maggiori esigenze in tal senso. Se per alcune riforme non si potrà prescindere da interventi di tipo legislativo (si pensi a quella della borsa valori) (1), per altre la strada può essere diversa. Uno di questi casi è costituito dalla recentissima istituzione di un mercato secondario *organizzato* di titoli emessi o garantiti dallo Stato, incentrato su un sistema di *dealers-market makers* operanti attraverso un circuito telematico, nel quale la presenza delle banche, almeno nell'attuale sua fase di avvio, è assolutamente prevalente (2).

L'esigenza di organizzare un nuovo mercato, creando per esso una nuova figura di intermediari specializzati «pronti a *fare mercato*», si è posta in diretta correlazione con la conduzione della politica monetaria attraverso operazioni c.d. «di mercato aperto», meglio realizzabili in un contesto di efficienza e trasparenza idoneo a migliorare gli scambi qualitativamente e quantitativamente, con evidenti riflessi positivi, altresì, sul mercato primario e perciò sul collocamento dei titoli di Stato.

Dal punto di vista giuridico la creazione di siffatto mercato *organizzato* per la negoziazione di valori mobiliari pone preliminarmente un problema di verifica in ordine alla sua liceità.

L'indagine non può che prendere le mosse da una nota sentenza della Corte di Cassazione penale (3) che — nel giudicare, ai fini dell'applicazione dell'art. 328 c.p., il comportamento del presidente di un comitato direttivo degli agenti di cambio che non aveva denunciato alla deputazione di borsa la partecipazione di taluni agenti a riunioni organizzate fuori dalla borsa (e quindi non

---

(1) Per un primo provvedimento in questa direzione, "in attesa della riforma dei mercati borsistici", cfr. il d.d.l. presentato dal ministro del tesoro il 23 marzo 1988 (n. 953, Senato) concernente la "costituzione di società abilitate alla intermediazione in borsa" (sul quale v. l'audizione di B. BIANCHI in *Documenti della Banca d'Italia* n. 220). Sul tema v. anche, più in generale, P. CIOCCA, *La Borsa fra riforme, congiuntura e sviluppo*, *ibidem*, n. 212.

(2) Questo assetto di fatto — che non può considerarsi ottimale se si tiene conto dell'esigenza dell'autorità monetaria di estendere l'ambito di efficacia della sua azione all'intero mercato (sul punto, v. Rapporto della Commissione di studio nominata con D.M. 16 aprile 1986, pubblicato in MINISTERO DEL TESORO, *Ricchezza finanziaria, debito pubblico e politica monetaria nella prospettiva dell'integrazione internazionale*, Roma, I.P.Z.S., 1987, p. 91 ss.) — discende dalla circostanza che «gli operatori non bancari non hanno la forza di tenere posizioni significative in proprio, perché manca un vero mercato monetario dove approvvigionarsi di fondi a breve, né hanno accesso diretto alla Banca centrale» (*ivi*, p. 92). Il nuovo mercato potrebbe aiutare il superamento proprio di tale situazione.

(3) Cass. pen., Sez. VI, 7 marzo 1975, n. 578 (P.M. concl. diff.), in *Giur. comm.*, 1976, II, p. 17, con nota critica di G. INSOLERA, *Profili di responsabilità penale del Presidente del Comitato direttivo degli agenti di cambio*.

ufficiali) nelle quali si contrattavano titoli non quotati in borsa — ebbe modo, pur se incidentalmente, di affermare che «l'art. 1 del regolamento approvato con R.D. 4 agosto 1913, n. 1068 [per l'esecuzione della legge 20 marzo 1913, n. 272 sulle borse di commercio] ...vieta la creazione di qualsiasi libera istituzione diversa dalla borsa ed avente — al pari di questa — lo scopo di negoziare titoli e valori» (1).

Ma la norma richiamata dalla Corte — che comunque oggi, per la sua natura regolamentare, non potrebbe incidere sull'autonomia propria dell'iniziativa economica privata senza porsi in contrasto con il dettato costituzionale (art. 41) — si limita a tutelare, come immediatamente risulta dalla sua lettura, le denominazioni di «Borsa di commercio», di «Borsa di valori» e similari ed a vietare la formazione di listini di prezzi. In ogni caso, quand'anche si accettasse la poco convincente interpretazione giurisprudenziale ora ricordata, il preteso divieto di organizzare mercati extra-borsa per la negoziazione di valori mobiliari non discenderebbe da un precetto avente forza di legge, ma solo da una norma regolamentare; il che è di fondamentale rilievo nel giudicare della correttezza della soluzione normativa adottata.

Tuttavia, pur in assenza di un formale divieto, il disegno organizzatorio di un nuovo mercato di titoli di Stato, operante attraverso negoziazioni collettive, avrebbe incontrato ostacoli insuperabili in altre norme del regolamento del 1913, volte a separare l'istituzione ufficiale della borsa valori da altri mercati di titoli (2).

La previsione di forme organizzate di contrattazione tra una pluralità di venditori e di compratori, tra loro collegati attraverso un comune strumento telematico gestito unitariamente, consente di ritenere che il fenomeno corrisponda, in termini moderni, a quelle «riunioni fuori Borsa per la negoziazione di titoli e valori» (art. 20 Reg.) *osteggiate* (e non: vietate) dalla normativa regolamentare del 1913 — in quanto ritenute in via di principio tali da turbare «il buon ordine ... dell'istituto» della borsa (v. art. 9, n. 3, della legge 20 marzo 1913, n. 272) — attraverso la previsione di «sanzioni» nei confronti di chi vi partecipi. Tali sanzioni si concretano nella esclusione dai locali di borsa — per un periodo di tempo non inferiore a dieci giorni e non superiore a sei mesi — non solo dei soggetti che prendono parte a dette riunioni, ma anche degli agenti di cambio che facciano operazioni per conto di questi ultimi (art. 20 Reg.)

---

(1) La sentenza riguardava il c.d. «mercato ristretto» di fatto operante, pare, già prima della legge sulla borsa del 1913 e perciò da non confondere con quello istituito ai sensi della legge 23 febbraio 1977, n. 49 per lo «svolgimento di *pubbliche* riunioni ... per la negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale presso le borse valori». Circa l'estensione del preteso «divieto» alla trattazione di titoli non quotati — questione sulla quale v. le differenti posizioni di P. SCHLESINGER, *Se gli agenti di cambio possano partecipare alle contrattazioni dei cosiddetti «mercatini»*, in *Giur. comm.*, 1974, I, p. 591 ss. e di A. DALMARTELLO, *Gli agenti di cambio e i cosiddetti «mercatini»*, *ibidem*, 1975, I, p. 151 ss. — la Cassazione respinse l'interpretazione più restrittiva in quanto la norma (art. 20 del Reg. cit. nel testo) «fa riferimento alle riunioni fuori borsa in cui si negozino *titoli e valori*, senza distinguere fra titoli e valori quotati e titoli e valori non quotati in Borsa».

(2) La stessa sentenza della Cassazione citata nella nota (3) di pag. 7 — affrontando il tema centrale del giudizio, cioè la posizione degli agenti di cambio in quanto «esclusivisti» del mercato ufficiale, in relazione alla «turbativa del buon ordine della Borsa (che) si produce per il solo fatto che l'agente di cambio partecipi ... alle riunioni collettive non autorizzate» — non sembra più assumere un atteggiamento rigido nei confronti di queste ultime, in se stesse considerate, laddove argomenta (pag. 31) che gli scopi istituzionali della borsa valori «non sarebbero raggiungibili se si consentisse *agli agenti di cambio* di unirsi ai *mediatori non autorizzati* (e specialmente alle banche) nella trattazione degli affari del mercato ristretto» (v. pure pp. 35/36).

## 2. Il decreto del Presidente della Repubblica 29 dicembre 1987, n. 556

Appare chiaro che le disposizioni ricordate, se non neutralizzate, avrebbero avuto un effetto paralizzante sull'attivazione di un mercato del genere di quello successivamente creato, che si incardina sull'attività di operatori professionali in titoli per i quali non è concepibile la perdita di ogni collegamento con il sistema della borsa valori.

Per evitare che tale conseguenza in pratica impedisse la stessa nascita del nuovo mercato è stato emanato il decreto del Presidente della Repubblica 29 dicembre 1987, n. 556, con il quale sono state dettate norme integrative del regolamento di esecuzione della legge sulla borsa (1), in particolare stabilendo (art. 2), che le disposizioni dell'art. 20 del regolamento (che contemplano, come si è detto, l'esclusione dai locali della borsa) «non si applicano alle negoziazioni di cui al penultimo comma dell'art. 1» (introdotto dallo stesso D.P.R.); non si applicano, cioè, alle «negoziazioni dei titoli emessi o garantiti dallo Stato, effettuate in forme organizzate e con rilevazione e pubblicazione dei relativi prezzi da operatori finanziari, nei casi e secondo le modalità stabilite con decreto del Ministro del tesoro».

Con l'art. 1 del D.P.R., dunque, si è anche superato, limitatamente al nuovo mercato secondario, anche il divieto di formare listini, del quale si è fatto cenno.

Prima però di trattare di questo aspetto occorre ricordare un'autorevole critica che è stata mossa alla procedura seguita, sul piano normativo, per giungere a questi risultati. Si è infatti rilevata una «forzatura» che sarebbe stata «operata per non oltrepassare il livello regolamentare»; in presenza di una competenza generale della Consob «riguardo al funzionamento delle Borse ... nel caso in specie per attribuirle al ministro si è ricorso ad un artificio: il funzionamento del mercato secondario all'ingrosso dei titoli di Stato viene considerato come lo svolgimento di una serie di riunioni fuori-Borsa, si è finto cioè che una Borsa fosse una non-Borsa» (2).

La portata del rilievo non è trascurabile, sia per l'autorevolezza del suo autore sia per gli effetti che ne dovrebbero discendere in termini di legittimità dei provvedimenti emanati. Si porrebbe, infatti, tutta una serie di problematiche in ordine al rispetto delle norme riguardanti l'istituzione di nuove borse valori, la riserva di attività nell'ambito delle stesse e le competenze amministrative relative a questo mercato.

Ma le negoziazioni previste dal D.P.R. 29 dicembre 1987, n. 556 costituiscono un fenomeno del tutto diverso dalla borsa valori e riguardano un'area di mercato non coperta da riserve e perciò libera, non esistendo alcuna norma legislativa che imponga l'accentramento delle contrattazioni (bi- o plurilaterali)

---

(1) Impropriamente nell'intitolazione del provvedimento e nel testo si parla di «integrazione del regio decreto 4 agosto 1913 n. 1068» e di aggiunta agli articoli 1 e 20 del regio decreto, mentre questo (costituito da un articolo unico) è solo il provvedimento di approvazione del regolamento di esecuzione della legge, al quale invece avrebbe dovuto farsi riferimento.

(2) G. MINERVINI, *Al mercato dei titoli pubblici*, pubblicato nel *Corriere della sera* del 30 dicembre 1987. Critica analoga, sotto il profilo dell'imputazione delle competenze, è stata mossa dall'on. Viscò in un articolo apparso su *Il Sole-24 Ore* del 10 dicembre 1987.

nella borsa valori. Pare perciò che la critica anzidetta non sia da condividere. Come il suo stesso autore ha rilevato, il nuovo mercato secondario è esclusivamente «un mercato di *dealers*, cioè di operatori finanziari in proprio — e non di mediatori, quali sono gli agenti di cambio», ai quali è invece affidata, in esclusiva, la negoziazione in borsa attraverso il sistema delle «grida», cioè all'incanto; il mercato dei titoli di Stato invece «non è a rigore un mercato all'incanto», infatti le offerte sono fatte ad un prezzo fisso — che è impegnativo, entro determinati importi, per chi le effettua — e con carattere di continuità; inoltre i titoli trattati *debbono* sempre formare oggetto (anche se a prezzi variabili nel tempo) di proposte, che riguardano sia la domanda che l'offerta, *da parte dello stesso operatore*.

I due mercati, dunque, sono strutturalmente e funzionalmente diversi (1) — si consideri, pure, che quello dei *dealers* ha la caratteristica di un mercato «all'ingrosso», essendo previsto che il lotto minimo di contrattazione «non potrà essere comunque inferiore a 5 miliardi di lire» (2) — sicché il più recente non può considerarsi una borsa valori camuffata, né conseguentemente può ritenersi che la sua disciplina rientri nel «*funzionamento delle borse*», al quale è preposta la Consob, o che siano invocabili le norme organizzative e funzionali proprie di queste.

La legislazione vigente, d'altronde, già ha fissato (art. 7 del D.P.R. 31 marzo 1975, n. 138) una precisa distinzione tra mercato di borsa e «mercato nazionale dei valori mobiliari», attribuendo per quest'ultimo al ministro del tesoro la competenza ad emanare i provvedimenti giudicati utili («i provvedimenti che ritenga di adottare») al conseguimento di finalità di politica economica (3). E proprio alla norma da ultimo citata è stato fatto riferimento nelle premesse del decreto ministeriale 8 febbraio 1988; riferimento concettualmente imprescindibile, in quanto una norma regolamentare, qual è il D.P.R. 29 dicembre 1987, n. 556, non avrebbe potuto riconoscere (*ex novo*) competenze al ministro del tesoro che non fossero già state contemplate in una disposizione di rango legislativo.

Nemmeno parrebbero ipotizzabili perplessità di tipo diverso che si fondassero sulla considerazione che le modifiche al regolamento sono volte a discipli-

---

(1) Su ciò concorda anche la Consob, laddove considera un mercato così organizzato come una opportuna e nel contempo «rilevante eccezione al principio della concentrazione» delle operazioni in borsa (v. CONSOB, *Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico*, edizione speciale del *Bollettino Consob*, 30 aprile 1987, p. 27).

(2) Così l'art. 4 del decreto del ministro del tesoro 8 febbraio 1988, recante la «disciplina del mercato secondario di titoli di Stato e garantiti dallo Stato, quotati e non quotati in borsa», pubblicato in G.U. n. 62 del 15 marzo 1988.

(3) Si è già fatto cenno alla correlazione individuabile tra gli strumenti di mercato aperto necessari per l'attuazione della politica monetaria e la creazione del mercato dei titoli di Stato.

Non troverebbe, d'altro canto, alcun fondamento né nella lettera, né nello spirito della legge una interpretazione riduttiva dei poteri del ministro del tesoro, previsti nell'ultimo comma dell'art. 7 del D.P.R. n. 138/1975 (v. pure l'art. 1 del R.D.L. 30 giugno 1932, n. 815, che indica però finalità diverse), che restringesse questi ai soli provvedimenti di natura congiunturale, ben potendo finalità di politica economica essere sottese a misure di carattere strutturale (avendo, oltretutto, lo stesso carattere, ormai, il ricorso al mercato da parte dello Stato per la copertura del deficit del suo bilancio). Può anzi rilevarsi che la stessa indeterminazione del disposto dell'art. 7, quanto all'oggetto del potere, induce a credere che ci si trovi di fronte all'attribuzione di competenze (anche) di natura regolamentare (cfr., in generale, G. GUARINO, *Atti e poteri amministrativi*, in «Dizionario Amministrativo», Milano, Giuffrè, 1983, vol. I, p. 143).

nare un mercato distinto da quello ufficiale di borsa incidendo su un complesso normativo, quello del 1913, che mira alla regolamentazione del fenomeno borsistico.

Una preoccupazione del genere non avrebbe ragion d'essere. Se è vero che il regolamento approvato con il R.D. n. 1068 del 1913 riguarda precipuamente questo settore del mercato finanziario, è pure vero che esso contiene norme (ad esempio quella che vieta la formazione di listini relativi a negoziazioni avvenute fuori borsa) che sicuramente esplicano la loro efficacia al di là di questo contesto. La stessa Corte di Cassazione, come si è visto, si è fondata sull'art. 1 del regolamento per farne discendere il «divieto» di «creazione di qualsiasi libera istituzione diversa dalla borsa ed avente — al pari di questa — lo scopo di negoziare titoli e valori». Quindi, delle due l'una: o il regolamento, essendo di pura esecuzione della legge sulla borsa, non poteva disciplinare materie e fatti estranei a questo istituto (con l'effetto che sarebbero illegittime le limitazioni «esterne» in esso contenute (1); ma la Cassazione non ha rilevato questo ipotetico vizio) o il suo ambito di applicazione travalica correttamente i confini della materia strettamente riguardante la borsa (potendo regolare aspetti ad essa estranei, pur se affini) ed allora è stata pienamente legittima e giustificata la modifica introdotta con il D.P.R. del 1987.

Probabilmente la competenza già riconosciuta al ministro del tesoro in ordine alla disciplina del «mercato nazionale dei valori mobiliari per finalità di politica economica» sarebbe stata già sufficiente all'emanazione del decreto ministeriale 8 febbraio 1988. La modifica formale del regolamento di esecuzione è perciò forse dovuta all'intenzione sia di non contrapporre all'orientamento della magistratura una diversa linea interpretativa del Governo, sia di fare chiarezza tra le diverse fonti giuridiche, in particolare per quanto riguarda la rimozione del divieto di «formare listini di prezzi».

---

(1) In tal caso il decreto presidenziale del 1987 potrebbe considerarsi *sostanzialmente superfluo* (ma comunque necessario sul piano formale per superare limiti posti da una disposizione ancora vigente) ovvero avrebbe dovuto limitarsi ad abrogare le antiche norme regolamentari esorbitanti l'ambito della borsa valori. Entrambe le ipotesi non determinano effetti sulla validità delle disposizioni emanate con il D.M. 8 febbraio 1988.

### 3. La formazione di «listini di prezzi»

Circa la formazione di «listini di prezzi» è da rilevare una curiosa situazione normativa, per cogliere la quale è però necessaria una puntualizzazione preliminare.

L'art. 1 del regolamento di esecuzione non indica l'estensione del divieto di «formare listini di prezzi», quanto al tipo di beni a cui il prezzo è da riferire. Fondandosi sul precetto interpretativo «*ubi lex non distinguit nec nostrum est distinguere*» (v. anche, *retro*, nota 1 di pag. 8), si è negato che la proibizione riguardi esclusivamente i listini dei prezzi dei titoli quotati in borsa e sia volta ad evitare una *doppia quotazione* degli *stessi* titoli, in quanto la norma in esame mirerebbe ad impedire «la formazione di una quotazione potenzialmente capace di attenuare l'interesse alla quotazione ufficiale e di creare, così, un minore incentivo all'ammissione alle quotazioni ufficiali e, alla fine, un fattore di diserzione e discredito del mercato ufficiale» (1).

La tesi — che sul piano dell'interpretazione sistematica ed evolutiva non tiene conto dei poteri di ammissione di ufficio già all'epoca riconosciuti alla Consob, in presenza delle necessarie condizioni, dall'art. 3, lett. *d*, sub art. 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216 (v. ora l'art. 20 della legge 4 giugno 1985, n. 281 che ha riformulato l'art. 8 del D.P.R. 31 marzo 1975, n. 138) — rischia di comportare effetti decisamente eccessivi, sol che si consideri che la normativa del 1913 si applica (almeno in parte) anche alle borse merci (v. la legge 30 maggio 1950, n. 374; l'art. 2 della legge 21 marzo 1958, n. 253 e gli artt. 23, 27, 29 ecc. della legge n. 272/1913) (2); dall'adesione alla stessa discenderebbe l'anacronistica conseguenza che sarebbe interdotta la pubblicazione dei prezzi di qualsiasi bene, anche non trattato nel mercato ufficiale (autoveicoli, francobolli ecc.).

E' abbastanza evidente, invece, che la *ratio* dell'art. 1 sia proprio quella di non turbare le negoziazioni di borsa attraverso quotazioni plurime degli stessi beni e perciò di proteggere il significato proprio dei listini di borsa, quali indicatori ufficiali e legali (es.: artt. 1474, ultimo comma; 1515, terzo comma; 1735, secondo comma, c.c.) del valore corrente dei beni scambiati nella borsa merci e nella borsa valori. Non vale, perciò, il divieto per tutte le merci, né per tutti i valori mobiliari, ma solo per (i prezzi di) ciò che è negoziato nel mercato ufficiale di borsa.

Una conferma di questo assunto può trarsi dall'art. 2, terzo comma, della legge 23 febbraio 1977, n. 49. Questa disposizione — con la quale «è fatto divieto a chiunque di formare e pubblicare listini dei prezzi *diversi da quelli* previsti dal secondo comma», cioè diversi dai listini dei prezzi ufficiali relativi ai titoli negoziati nel mercato ristretto — appare ispirata allo stesso principio ed alle stesse esigenze che sono alla base della corrispondente norma del 1913. Orbene, la sua stessa esistenza si giustifica proprio riferendo le disposizioni di di-

---

(1) A. DALMARTELLO, *op. cit.* pp. 157-158. Discutibile e immotivata è l'opinione espressa da questo autore (p. 155) secondo cui i listini «che hanno ragione di essere formati [sono] solo [quelli] per i titoli che non siano già quotati nella Borsa ufficiale».

(2) Cfr. L. BIANCHI d'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, Milano, Giuffrè, 1969, pp. 35, 47 e *passim*.

vieta del 1913 ai soli titoli quotati nella borsa valori: altrimenti, la norma piú antica sarebbe già stata sufficiente a proibire la formazione di listini dei prezzi *anche* dei titoli quotati al «ristretto».

Ciò chiarito può rilevarsi come la stratificazione di una normativa non omogenea abbia determinato una situazione nella quale le quotazioni dei titoli trattati nella borsa valori sono «protette» da una norma regolamentare, mentre quelle riguardanti i titoli del «ristretto» lo sono da una disposizione di rango superiore, cioè dalla citata legge n. 49. Appartenendo i titoli emessi o garantiti dallo Stato al primo di questi mercati (art. 11 della legge 20 marzo 1913, n. 272), l'esigenza della pubblicazione delle quotazioni da essi ottenute sul nuovo mercato secondario organizzato ben ha potuto essere soddisfatta in via amministrativa attraverso la modifica del piú volte citato regolamento di esecuzione, non sussistendo la necessità di avviare un *iter* legislativo *ad hoc* (1).

Non credo che occorra preoccuparsi che questo mercato esprima prezzi (e tassi) diversi da quelli di borsa. Ciò è un accadimento del tutto normale ove esista un mercato «all'ingrosso», di qualsiasi merce (v. l'art. 4 del D.Lvo. Lgt. 19 ottobre 1944, n. 347, riguardante la competenza del C.I.P. per la determinazione dei «prezzi di qualsiasi merce, *in ogni fase di scambio*»).

Sotto l'angolazione giuridica la circostanza non determina alcuna difficoltà: la rilevanza data da alcune norme civilistiche ai listini di borsa, spesso assunti come indicatori non tassativi né unici (v. artt. 2425, n. 4, e 1474 c.c.), mira a stabilire nel modo il piú possibile oggettivo il valore («prezzo corrente») dei beni posseduti o delle prestazioni da eseguire (o non eseguite: art. 1515 c.c.). Il parametro di riferimento in concreto da adottare nelle diverse fattispecie rilevanti dipenderà, dunque, dalle modalità della negoziazione e/o dalla qualità dei soggetti; si dovrà cioè valutare se la fattispecie sia riconducibile ad un mercato all'ingrosso o al dettaglio.

---

(1) Non solo per questo aspetto, ma piú in generale per quanto attiene alla stessa istituzione e regolamentazione del mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato può rilevarsi come, malgrado l'amministrativizzazione delle nostre leggi piú recenti, generalmente deprecata (per tutti, v. M. NIGRO, *La pubblica amministrazione fra costituzione formale e costituzione materiale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1985, p. 168), sussistano ancora nell'ordinamento giuridico spazi per introdurre modernizzazioni nel nostro sistema finanziario in via amministrativa, evitando — se non necessario — di contribuire ad accrescere i lavori del Parlamento, di cui non raramente si lamentano i ritardi.

#### 4. La regolamentazione del nuovo mercato

Il mercato istituito a seguito dell'emanazione del D.P.R. 29 dicembre 1987, n. 556 è disciplinato nei suoi elementi essenziali dal ricordato decreto del ministro del tesoro 8 febbraio 1988, che a sua volta rinvia ad una convenzione, da sottoscrivere tra gli «operatori interessati» al «sistema di negoziazione», della quale il decreto ministeriale fissa le linee ritenute di preminente rilievo (art. 4, comma 1, D.M.) (1).

Il funzionamento del sistema appare dunque affidato in buona misura all'autoregolamentazione degli operatori. In realtà ciò è vero solo in parte, non tanto perché il ministro del tesoro si è riservato il potere di approvazione della convenzione al fine di verificarne la conformità a quanto previsto dal decreto (art. 1, comma 4, D.M.), ma soprattutto perché le modifiche del decreto ministeriale — a somiglianza dell'art. 1339 c.c. — «sono automaticamente recepite nel testo della convenzione» (art. 4, comma 3, D.M.). La disciplina primaria e prevalente del «sistema di negoziazioni» è dunque mantenuta nella competenza della pubblica amministrazione, che ne detta le condizioni e le modalità di funzionamento (art. 1, comma 1, D.M.); in questo ambito, ampio spazio è conservato all'autodisciplina e agli sviluppi spontanei del mercato, in un calibrato equilibrio con gli interventi pubblici.

Diversi sono gli aspetti che caratterizzano questo mercato (2).

*L'oggetto* delle contrattazioni è circoscritto ai titoli emessi o garantiti dallo Stato, quotati e non quotati in borsa, che siano stati individuati attraverso apposita procedura (3).

*L'ammontare minimo* dei titoli oggetto della singola compravendita (il «lotto minimo di contrattazione») è stato, al momento, fissato nell'importo (4) di 5 miliardi di lire (art. 4, comma 1, lett. c, D.M.); è per questo tratto che il mercato viene a configurarsi come *mercato all'ingrosso*, con tutto ciò che questa qualità comporta in termini soggettivi ed oggettivi.

La *partecipazione* al «sistema di negoziazioni» è riservata ai soli sottoscrittori o aderenti alla convenzione, che debbono effettuare le operazioni di compravendita in nome e per *conto proprio* (art. 3, comma 1, D.M.); è stabilito che debba essere lasciata «la possibilità dell'adesione successiva all'accordo di altri soggetti aventi titolo» (art. 1, comma 6, D.M.) (5).

---

(1) Questa convenzione è stata sottoscritta presso l'Associazione bancaria italiana l'11 aprile 1988.

(2) La sua concreta regolamentazione — per la quale sono state tenute presenti le esperienze maturate nei principali mercati finanziari esteri — corrisponde in larga misura alle linee del progetto presentato nel 1987 dalla Consob (*loc. cit.*).

(3) Questa limitazione nel numero dei titoli trattabili si giustifica sia, probabilmente, con esigenze tecniche del circuito telematico, sia con la necessità di non determinare posizioni monopolistiche, su qualche titolo, considerato anche il non eccessivo numero dei soggetti che si impegnano a «fare mercato». Per altro, trattandosi di un mercato di titoli «a reddito fisso», la trattazione di un insieme significativo di emissioni è sufficiente ad orientare i tassi di rendimento dell'intero comparto.

(4) Il decreto ministeriale, parlando di «lotto», sembra far riferimento al valore nominale dei titoli, piuttosto che al prezzo stabilito nel contratto; il che appare rispondere ad evidenti ragioni di praticità.

(5) Avendo il D.P.R. 29 dicembre 1987, n. 556 stabilito il criterio che «il decreto del Ministro del tesoro assicurerà che le negoziazioni... siano consentite ad un numero di soggetti sufficientemente ampio per garantire una effettiva concorrenza», oltre a quanto indicato nel testo, è stato fissato il numero minimo di operatori (delle due categorie previste) al cui raggiungimento e mantenimento sono condizionati l'inizio e la continuazione delle negoziazioni (art. 1, comma 5, D.M.).

Le *modalità di negoziazione* sono demandate dal decreto ministeriale (art. 4, comma 1, lett. c) alla convenzione; questa fissa: gli orari (art. 4, comma 3), le modalità e le modifiche delle proposte (art. 4, commi 4 e 5), le modalità tecniche di funzionamento del circuito telematico (art. 6), i modi di conclusione del contratto nonché i termini e le modalità della sua esecuzione (art. 7; v. anche art. 3, comma 3, del D.M.).

Preposto al funzionamento del mercato è un *comitato di gestione* — istituito e disciplinato dalla convenzione (artt. 8 e 9) e composto esclusivamente da soggetti operatori e da rappresentanti di associazioni di categoria (Associazione bancaria, Associazione operatori bancari in titoli, Associazione tesoriери istituzioni creditizie) — avente, tra l'altro, compiti di coordinamento, di individuazione dei titoli negoziabili, di «osservatorio» sul regolare andamento degli scambi, di collegamento con la società di gestione del circuito telematico.

Dall'insieme di queste fonti, regolamentare e contrattuale, discendono i connotati di questo «sistema di negoziazioni»: mercato *non aperto al «pubblico»* (1) ma riservato ad operatori professionali che *negozano in proprio (dealers)*, per quantità di titoli tali da configurare un *mercato all'ingrosso*; mercato *organizzato*, fondato sulla *competitività* e sulla *trasparenza* (2), soggetto ad un sistema di *pubblicità* (3) e, nel suo insieme, *regolamentato* dalla P.A..

I protagonisti di questo mercato, come di ogni altra istituzione simile che legittimamente ambisca a questa qualificazione, non potevano che essere gli operatori finanziari, purché aderenti alla convenzione organizzativa. Il ruolo assegnato agli apparati pubblici di controllo, per contro, non può considerarsi invadente ed è stato mantenuto sostanzialmente nell'ambito dei poteri già spettanti, in base alla legislazione vigente, ai diversi organismi. Si è già detto delle funzioni proprie del ministro del tesoro in tema di regolamentazione e di con-

---

(1) Intendendo per tale una «pluralità indeterminata di soggetti» (in questo senso, v. il decreto del ministro del tesoro 8 settembre 1983, in G.U. n. 258 del 20 settembre 1983, emanato ai sensi dell'art. 11 della legge 23 marzo 1983, n. 77, riguardante il controllo delle «emissioni di valori mobiliari di qualsiasi natura da collocare, anche indirettamente, mediante offerta al pubblico»). Nel mercato organizzato di cui si tratta la mancanza di «pubblicità» delle offerte è caratteristica sicuramente ravvisabile, in questo l'utilizzo di terminali e i rapporti organizzativi che sono a monte di esso fanno ritenere che le proposte abbiano per destinataria «una pluralità di soggetti identificati *uti singuli*» (cfr. G. Rossi, *Offerta al pubblico di titoli, controlli e strutture del mercato*, in *Riv. Soc.* 1985, p. 4; v. anche F. PIGA, *Nuovi profili dell'ordinamento del mercato mobiliare e la posizione della Consob*, in *Banca borsa e titoli di credito* 1986, I, p. 287, che ricollega la nozione di sollecitazione del pubblico risparmio ad «ogni atto o fatto di sollecitazione rivolto ad una pluralità di persone (*non previamente individuate o non legate da un preesistente rapporto obbligatorio*)»). A conclusioni non diverse si perviene, attesa la qualità dei partecipanti al sistema di negoziazioni, ove teleologicamente si faccia discendere la qualificazione «pubblica» della sollecitazione dagli obiettivi sostanziali del *corpus* normativo da cui quest'ultima trae rilevanza e perciò dal «bisogno di protezione» dei destinatari della stessa (cfr. G. Rossi, *op. ult. cit.*, p. 5 e F. D'ALESSANDRO, *L'attività di sollecitazione al pubblico risparmio*, in AA.VV. *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, Milano, Giuffrè, 1986, pp. 99-100). Si prescinde qui dal problema dell'applicabilità del terzo comma dell'art. 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77, in relazione alla natura dei titoli trattati nel mercato.

(2) Tutte le proposte formulate dagli aderenti abilitati (v. appresso) sono riportate, separatamente per ogni titolo, sulla c.d. «pagina per titolo», mentre la comparazione tra le varie proposte è effettuata elettronicamente e risulta dalla c.d. «pagina competitiva», che «visualizza per ogni titolo le quattro migliori condizioni di prezzo in acquisto e in vendita» (art. 6 Conv.).

(3) Il decreto ministeriale dispone (art. 5) che «nello stesso giorno di contrattazione» siano comunicate «le notizie relative ai contratti conclusi», onde consentire alla Banca d'Italia di elaborare e pubblicare «le informazioni relative ai prezzi minimi, massimi e medi ponderati, nonché alle quantità negoziate attraverso il sistema».

trollo sulla convenzione (1); alla Banca d'Italia ed alla Consob («di intesa») è stato riconosciuto il potere di determinare il contenuto delle comunicazioni che gli operatori (2) sono tenuti a trasmettere giornalmente ai medesimi enti. Trattasi di notizie che entrambi gli organismi sono legittimati a richiedere autonomamente ai sensi dell'art. 31 l.b. e dell'art. 10 del D.P.R. 31 marzo 1975, n. 138.

Esiste, per altro, un duplice margine di sfasamento tra le previsioni di queste norme e quelle del decreto ministeriale. In generale, infatti, soggetti passivi delle richieste della Banca d'Italia possono essere solo gli enti creditizi, mentre l'oggetto delle informazioni ottenibili da parte della Consob è limitato alle notizie relative alle «operazioni di intermediazione e negoziazione su titoli *quotati* in Borsa». Qui può invece accadere — trattasi invero di casi marginali, almeno nell'attuale assetto di questo mercato — che alla comunicazione siano tenuti soggetti non bancari e/o che la stessa riguardi titoli non (ancora) quotati in borsa. A differenza della situazione di soggezione determinata dalle norme legislative citate, però, per quanto riguarda il mercato secondario disciplinato dal ministro del tesoro la comunicazione non può configurarsi come un obbligo di natura pubblicistica, bensì solo come un *onere* conseguente alla libera partecipazione al mercato, oltre tutto in una posizione (quella di «operatore principale») volontariamente assunta.

---

(1) La convenzione — che ha efficacia limitata all'anno solare e si rinnova tacitamente di anno in anno (art. 16 Conv.) — è soggetta ad approvazione tacita annuale, «salvo diverso provvedimento del ministro del tesoro da adottare entro il 30 novembre di ciascun anno» (art. 4, comma 2, D.M.). In considerazione del fatto che — per mantenere un adeguato livello di concorrenza — le negoziazioni possono aver luogo solo se alla convenzione aderisca un determinato numero minimo di operatori (v. art. 1, comma 5, D.M.), la convenzione prevede che il recesso degli aderenti debba essere comunicato entro il 10 novembre di ogni anno (con effetto dal 1° gennaio successivo) (art. 17 Conv.). A questa ipotesi di tipo partecipativo, e alle conseguenti comunicazioni da effettuare al ministero del tesoro (ove si scenda sotto le soglie minime previste dal decreto), è in definitiva da collegare l'emanazione di un provvedimento ministeriale che non approvi il rinnovo della convenzione, atteso che, per ogni altra questione di merito, è sufficiente il potere regolamentare, il cui esercizio comporta gli effetti di cui all'art. 4, comma 3, del D.M., sopra ricordati.

(2) Più esattamente, i c.d. operatori principali, cioè i soggetti che non possono non essere parte (v. appresso) dei contratti stipulati attraverso il circuito telematico. Per evitare duplicazioni nelle segnalazioni, che inquinerebbero la ponderazione dei prezzi medi da calcolare e pubblicare (v. nota 3 di pag. 15), è stabilito a chi, nel caso di contratti stipulati tra due «operatori principali», spetta di effettuare la comunicazione.

## 5. Gli operatori del mercato secondario organizzato

Se mercato significa operatori finanziari e loro contrattazioni, appare coerente che la parte più ampia e puntuale del decreto ministeriale che detta la «disciplina del mercato secondario» sia dedicata a questi soggetti ed al ruolo loro riservato.

Essi sono attualmente ripartiti in due categorie. La prima è costituita dagli *operatori principali* — aderenti alla convenzione ed iscritti a domanda in un elenco tenuto dalla Banca d'Italia, alla quale è stato pure demandato di decidere l'ammissione (art. 2, comma 1, D.M.) — i quali assumono «l'impegno di formulare in via continuativa offerte di acquisto e di vendita, per almeno cinque specie di titoli di Stato, opportunamente differenziate per caratteristiche, e di partecipare attivamente al mercato»; a fronte di tale onere solo agli stessi è riservata la possibilità di fare proposte di acquisto e di vendita (art. 3, comma 2, D.M.). La seconda categoria è di tipo residuale, essendo composta dagli altri soggetti che aderiscono alla convenzione e che possono (esclusivamente) accettare le proposte formulate dagli operatori principali, ma non farne di proprie.

Diverse sono le tipologie di operatori finanziari (1) e diversi sono i requisiti (2) richiesti per potersi collocare nell'una o l'altra delle due categorie. In realtà queste ultime parrebbero destinate, in prospettiva, ad aumentare attraverso una tripartizione che dovrebbe articolarsi in (a) operatori principali iscritti nell'elenco, (b) aderenti che *per tipologia* abbiano titolo (anche se non necessariamente i requisiti) per essere inseriti nello stesso e (c) altri aderenti. Agli appartenenti al secondo gruppo verrebbe così consentito (v. art. 3, comma 1, D.M.) di utilizzare il circuito telematico per formulare proposte di acquisto o di vendita, pur senza essere assoggettati all'onere di «fare mercato» *sia in acquisto che in vendita* per i medesimi titoli, che grava invece (e continuerebbe a gravare) sugli operatori principali (3).

---

(1) Possono acquisire la qualità di «operatore principale» (v. art. 2, comma 1, D.M.), oltre alla Banca d'Italia: le aziende e gli istituti di credito, le commissionarie ammesse agli antirecinti alle grida delle borse valori e le società finanziarie che «di fatto» svolgono quali attività *esclusive o principali* la compravendita, il possesso, la gestione o il collocamento di titoli pubblici e privati» (art. 1, comma 2, lett. a, D.M.); possono altresì aderire alla convenzione, operando però come semplici *dealers*, «le compagnie di assicurazione, le società di gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare, limitatamente alla gestione stessa, le altre società finanziarie» il cui oggetto statutario comprenda la compravendita di titoli pubblici o privati ed eventualmente le attività di assunzione di partecipazioni, finanziamento o coordinamento tecnico e finanziario delle partecipate, il possesso, la gestione o il collocamento di titoli, qualora di fatto non ricorra la caratteristica dell'esclusività o prevalenza richiesta per l'appartenenza all'altra categoria.

(2) Per la mera adesione alla convenzione è prescritto un patrimonio netto di almeno 5 miliardi (intendendo per tale «l'ammontare complessivo, risultante dal bilancio o dal rendiconto, del capitale versato o fondo di dotazione o fondo patrimoniale, comunque formati, e delle riserve, diminuito delle perdite e aumentato degli utili di esercizio non distribuiti... esclusi dal computo ... i fondi costituiti per la copertura di specifici oneri e passività», nonché altre riserve e fondi di integrazione indicati nell'art. 3 della L. 19 marzo 1983, n. 72).

Per l'iscrizione nell'elenco degli operatori principali il patrimonio netto deve essere superiore a 20 miliardi di lire e sono altresì richiesti i requisiti di onorabilità (per gli amministratori ed il direttore generale) e di professionalità (per il presidente, l'amministratore delegato o unico e il direttore generale) stabiliti dalla legge 23 marzo 1983, n. 77 (ove non si tratti di enti creditizi, per i quali resta fermo il disposto del D.P.R. 27 giugno 1985, n. 350) e un volume di contratti di vendita di titoli emessi o garantiti dallo Stato non inferiore, nell'anno precedente, a cinquemila miliardi di lire.

(3) Questa soluzione non sarebbe conforme all'esperienza di altri Paesi: in Gran Bretagna, ad esempio, è consentito ai soli *market makers* di utilizzare il circuito elettronico SEAQ (*Stock Exchange Automated Quotations*) per esporre le proprie proposte.

Ciò porrebbe, in verità, problemi di coerenza e di razionalità del sistema e disincentiverebbe la propensione a chiedere l'iscrizione nell'elenco. Né a bilanciare tale rischio sarebbe probabilmente sufficiente la *facoltà* della banca centrale, implicita e sottostante all'intero sistema (1), di accordare e riservare agli operatori principali i «finanziamenti» (in titoli o denaro) necessari per far fronte alle esigenze direttamente connesse agli impegni che essi sono tenuti ad assumere (2).

Si è già ricordato come la partecipazione al mercato, per aumentarne lo spessore, sia aperta a tutti i «soggetti aventi titolo», cioè a tutti gli operatori che abbiano i requisiti prescritti e ne facciano domanda. Che si tratti di un diritto soggettivo all'ammissione non credo che possano esserci dubbi; una conferma in tal senso è fornita dal testo della convenzione laddove, nell'individuare nel comitato di gestione l'organo all'uopo competente (art. 9), precisa che questo «riceve ed esamina le domande di adesione alla presente Convenzione e, dopo aver verificato l'esistenza dei requisiti richiesti, accoglie la domanda». Il comitato, dunque, ha meri compiti di accertamento, dai quali esula qualsiasi profilo di discrezionalità.

Non è altrettanto certo che questa conclusione sia estensibile anche all'atto di iscrizione nell'«elenco degli operatori principali». Sul punto il decreto ministeriale dispone che la Banca d'Italia vi inserisca i soggetti appartenenti alle tipologie previste che, «avendo sottoscritto o aderito alla convenzione, ne fanno domanda e sono in possesso dei requisiti indicati» (art. 2, comma 1). L'atto di iscrizione nell'elenco è preceduto, dunque, da un'attività del soggetto al quale esso è stato demandato volta all'accertamento della sussistenza dei presupposti espressamente richiesti dal decreto; ma questo aggiunge che, nella sua attività, la banca deve *tenere «anche conto dell'esigenza di assicurare una effettiva concorrenza tra gli operatori»*. Il senso di questa precisazione appare essere quello di un indiretto riconoscimento di uno spazio di discrezionalità alla Banca d'Italia. Se essa dovesse esercitare solo un'attività vincolata all'accertamento dell'esistenza delle condizioni espressamente prescritte per chiedere ed ottenere l'ammissione nella categoria degli «operatori principali» non avrebbe avuto ragione di esistere una direttiva volta a non comprimere eccessivamente il numero dei soggetti da iscrivere. L'ammissione, infatti, non avviene «per chiamata», ma su domanda degli interessati e perciò il numero degli operatori principali non può dipendere dalla Banca d'Italia se non riconoscendole un margine di discrezionalità e perciò la possibilità di adottare criteri restrittivi e selettivi rispetto a coloro che desiderino acquisire tale qualifica; criteri restrittivi che certamente non riguardano quei requisiti che sono stati già definiti, in modo tassativo, nel decreto ministeriale («tenendo *anche* conto»).

Può dirsi, perciò, che la fattispecie regolamentare attribuita alla Banca d'Italia dell'esercizio di questo potere amministrativo (e del reciproco potere di cancellazione), a fianco ad alcuni elementi «fissi» e «precisi», presenta altri

---

(1) Essendo questo mercato regolamentato da un provvedimento del ministro del tesoro è di palese evidenza che nessuna prescrizione poteva essere dettata al riguardo, se non intaccando l'autonomia istituzionale della banca centrale.

(2) E' da tener presente che l'impegno dell'operatore principale di «formulare in via continuativa offerte di acquisto e di vendita» comporta che lo stesso «resta obbligato a stipulare almeno un contratto su un titolo per il quantitativo minimo (di 5 miliardi) e al prezzo proposto ove ciò gli sia richiesto» prima che la proposta stessa sia modificata (art. 4, comma 4, Conv.).

elementi «elastici» e «imprecisi» (1), i quali comportano un'attività che non è di mera attuazione della norma, ma si estrinseca in valutazioni inerenti agli interessi pubblici la cui cura in concreto è affidata all'agente. Non si tratta, dunque, solo di accertamenti e conseguenti apprezzamenti (di situazioni che possono essere anche complesse, in tema di patrimonio, onorabilità, professionalità ecc.); questi paiono operare come presupposti per l'esercizio di un potere in qualche misura discrezionale, volto al perseguimento di un interesse pubblico che la norma non indica esplicitamente (2), se non in modo parziale ed in termini negativi («esigenza di assicurare una effettiva concorrenza»: *i.e.*, non limitare eccessivamente il novero dei soggetti che possono formulare proposte) (3).

In via interpretativa può individuarsi il fine di questo potere discrezionale nella funzionalità ed efficienza del mercato secondario organizzato. Esula, invece, da esso — per essere questo aspetto del tutto estraneo alla fattispecie normativa — qualsiasi rilievo inerente al rifinanziamento che può essere accordato dalla stessa banca centrale all'operatore principale; oltretutto dal possesso di quest'ultima qualifica non discende alcun diritto a fruire dei servizi finanziari e del credito dell'istituto di emissione.

Si potranno così, per fare qualche esempio, sospendere le iscrizioni laddove il sistema telematico non sia idoneo, per motivi tecnici, a gestire adeguatamente oltre un certo numero di offerte degli operatori principali (4) ovvero si potrà cancellare dall'elenco quell'operatore che (particolarmente ove si versi nel caso dell'esempio precedente) non sia attivo nelle contrattazioni, sia che violi «l'obbligo di esposizione delle proposte» o quello di «effettuare operazioni in dipendenza» di queste (5), sia che di fatto mantenga posizioni (in acquisto e vendita) costantemente non competitive e tali da far considerare non rispettato l'impegno di «partecipare attivamente al mercato» (art. 2, comma 1, D.M.). Un provvedimento di cancellazione potrebbe altresì essere adottato (in questo caso con dovere di provvedere pure da parte del comitato di gestione) ove l'operatore non si adeguasse alle disposizioni che la Banca d'Italia può impartire, «*ai fini della migliore esecuzione dei contratti*», in ordine al deposito dei titoli oggetto delle negoziazioni presso la stessa Banca d'Italia o presso la Monte Titoli S.p.A. e all'adesione alla stanza di compensazione per la liquidazione giornaliera dei titoli (art. 3, comma 3, D.M.); ancora, il provvedimento di revoca potrebbe essere assunto in caso di omissione (non certo solo occasio-

---

(1) Per questa distinzione, v. V. CERULLI IRELLI, *Note in tema di discrezionalità amministrativa e sindacato di legittimità*, in *Dir. proc. amm.*, 1984, pp. 468 e 475 ss.

(2) Rileva G. GUARINO (*op. cit.*, p. 198) che «persino se la legge esplicita un singolo fine, è oltremodo raro che detto fine sia l'unico al quale il potere debba sentirsi vincolato».

(3) V. infatti il già ricordato criterio, fissato nel D.P.R. 29 dicembre 1987, n. 556, di consentire la partecipazione alle negoziazioni «ad un numero di soggetti sufficientemente ampio per garantire una effettiva concorrenza».

(4) In una ipotesi del genere spetterebbe poi al ministro del tesoro, titolare del potere di dettare la disciplina di questo mercato, dare le opportune disposizioni per superare l'inconveniente (es.: riduzione del numero minimo della specie di titoli che ogni operatore principale è tenuto a trattare, prescrizioni in ordine alle capacità di elaborazione del sistema o, alternativamente, elevazione della soglia minima di operatività per le negoziazioni di cui all'art. 1, comma 5, del D.M., ecc.).

(5) Questi comportamenti, e più in generale quelli «non compatibili con la funzionalità delle negoziazioni», ai sensi dell'art. 12 della convenzione possono anche dar luogo ad una reazione da parte del comitato di gestione, il quale nei confronti di tutti gli aderenti dispone di poteri di sospensione o esclusione dalle negoziazioni. Questi profili di autodisciplina non appaiono incompatibili con l'esercizio dei poteri pubblicistici attribuito dal ministro alla Banca d'Italia, che è invece limitato ai soli operatori principali e teoricamente non incide sul mantenimento della possibilità di negoziare come *dealer* sul mercato.

nale) delle comunicazioni da effettuare alla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 5 del decreto ministeriale, trattandosi di comportamento oggettivamente idoneo ad influire sull'efficienza del mercato in termini di completezza e significatività dei prezzi espressi nello stesso e pubblicati dalla banca stessa.

## APPENDICE





# Consiglio di Stato

Adunanza Generale del 17.12.1987

Num.: { Gabinetto 36/87  
          { Sezione Terza - 1502/87

OGGETTO

Modifica al regolamento della legge sulle Borse di Commercio.

*Il Consiglio.*

Vista la relazione 19 novembre 1987 n. 7374 con la quale il Ministero del Tesoro chiede il parere sullo schema di regolamento indicato in oggetto;

Vista la relazione integrativa del Ministero del Tesoro 14 dicembre 1987;

Visti i pareri formulati, su richiesta del Consiglio, il 14 dicembre 1987 dalla Banca d'Italia e il 15 dicembre 1987 dalla Commissione Nazionale per la Società e la Borsa;

Esaminati gli atti e udito il relatore;

PREMESSO:

Riferisce l'Amministrazione del Tesoro che essa intende disciplinare ed organizzare il mercato secondario dei titoli di Stato.

Mercato secondario, contrapposto al mercato primario che consiste nelle aste con cui il Tesoro vende ai soggetti ammessi a parteciparvi i titoli emessi, è quello che si forma e si svolge spontaneamente tra i grandi operatori finanziari - banche, società di assicurazione, fondi comuni di investimento, società finanziarie - i quali tra loro vendono e acquistano gran

di quantitativi di titoli sia per soddisfare le richieste dei clienti che acquistano al minuto sia per investire denaro o realizzare liquidità.

L'attuale spontaneità del mercato secondario dà luogo ad inconvenienti notevoli: manca la "trasparenza" dei prezzi, ossia la pluralità di contrattazioni conduce alla formazione di prezzi sensibilmente diversi da uno ad altro punto di vendita o acquisto al dettaglio dei titoli; tale mancanza di trasparenza a sua volta non invoglia gli investimenti specie di operatori stranieri (con la conseguenza che, specie dopo la liberalizzazione valutaria, può determinarsi uno squilibrio nella bilancia dei pagamenti data dal flusso di capitali italiani verso titoli del debito pubblico di altri Stati non compensata dal flusso inverso); e infine, la mancanza di organizzazione del mercato secondario si riflette negativamente sul mercato primario in quanto nessun meccanismo assicura che lo Stato riesca a vendere tutti i titoli messi all'asta e possa contare su predeterminate dimensioni del debito pubblico.

L'Organizzazione del mercato secondario verrebbe attuata prevedendo una convenzione aperta, con cui determinati soggetti (gli operatori economici che già pongono in essere il mercato secondario) si obbligano ad avvalersi, per formulare domande ed offerte (in nome proprio e per quantitativi predeterminati nel minimo) di un unico circuito telematico; alcuni di tali soggetti, denominati operatori primari e caratterizzati da un maggior patrimonio, si obbligano a "fare mercato", ossia a formulare in via continuativa offerte di acquisto e di vendita per un certo numero minimo di specie di titoli di Stato; comunicando quotidianamente alla Banca d'Italia i prezzi praticati.

La convenzione diverrebbe efficace con l'adesione di un certo numero di soggetti (almeno trenta, di cui almeno dieci operatori primari).

Questo sistema di mercato "all'ingrosso" assicurerebbe l'unicità del prezzo praticato in un determinato momento per ogni titolo e, tramite anche la previsione di interventi di sostegno della Banca d'Italia, la vendita di tutti i titoli messi all'asta al primario. Esso è già stato adottato negli altri Paesi dell'Occidente (è del 1986 la sua introduzione in Francia, nel Regno Unito e negli Stati Uniti d'America), e quello che il Tesoro intende introdurre sarebbe anzi più avanzata, grazie alla previsione del duttile strumento della convenzione.

Tutta questa regolamentazione sarebbe adottata con decreto ministeriale, che l'Amministrazione ha già predisposto ed ha inviato per la miglior

conoscenza della questione, senza peraltro farne oggetto della richiesta di parere.

Prima di emanare detta regolamentazione, l'Amministrazione intende però eliminare un ostacolo di ordine giuridico, rappresentato dal divieto di formare listini di prezzi di titoli di credito sancito dall'articolo 1 del regio decreto 4 agosto 1913 n. 1068, recante regolamento di esecuzione della legge 20 marzo 1913 n. 272 sull'ordinamento delle Borse di commercio, nonché, correlativamente, la sanzione dell'esclusione dalla Borsa prevista dall'articolo 20 dello stesso regolamento per chi partecipi a riunioni fuori Borsa per la negoziazione di titoli o valori; e ciò con una modifica del regolamento della legge sulle Borse, costituente oggetto dello schema di decreto sottoposto al parere del Consiglio, con cui dalla previsione delle due disposizioni ora citate si eccettua appunto la negoziazione secondaria dei titoli di Stato condotta secondo le norme da approvare con decreto del Ministro del Tesoro.

CONSIDERATO:

Il Consiglio condivide l'opinione dell'Amministrazione, secondo cui il divieto di formazione di listini di prezzi di titoli che non siano quelli ufficiali delle Borse non trae origine dalla legge sulle Borse ma dal relativo regolamento di esecuzione, e che pertanto per eliminarlo e consentire la formazione di altri listini di prezzi - quali quelli che si avrebbero quotidianamente organizzando il mercato secondario dei titoli e messi o garantiti dallo Stato - è sufficiente una modificazione del regolamento del 1913.

La legge 20 marzo 1913 n. 272 si limita ad istituire e disciplinare le Borse di commercio e, seppure sia implicito nell'istituzione delle Borse che esse sono la sola fonte ufficiale dei prezzi dei titoli ivi trattati, non commina nessun divieto di contrattazioni fuori Borsa e nessuna sanzione, nè penale nè civile, per le transazioni effettuate fuori borsa che rimangono pienamente libere e lecite. E' il regolamento di esecuzione che pone le norme a tutela dell'esclusiva ufficialità delle Borse, vietando la formazione di altri listini di prezzi nonché l'uso di denominazioni che possano fare scambiare il libero mercato per la Borsa ufficiale, e che

sanziona con l'esclusione dalla Borsa chi partecipi contemporaneamente ad altri mercati privati, al fine di separare l'istituzione ufficiale dalle altre.

Ciò da una parte conferma che i divieti di formazione di listini "paralleli" e di partecipazione contemporanea alle Borse di commercio e ad altri mercati di titoli ben possano essere eliminati con modifiche del regolamento, dall'altra manifesta che nello spirito del regolamento del 1913 era di ~~separare~~ nettamente la Borsa ufficiale dai mercati liberi (o "borsini") dissociando totalmente le istituzioni da ogni garanzia di affidabilità di questi ultimi; e non certo di impedire una negoziazione di titoli di Stato (per di più "all'ingrosso" e non diretta al pubblico dei risparmiatori come quella di cui si tratta) organizzata e controllata dallo Stato stesso.

Ciò premesso, il Consiglio osserva però che appare opportuno, anziché lasciare al decreto ministeriale l'intera regolamentazione di un fenomeno così importante e di tali effetti sulla politica economica come il mercato secondario dei titoli di Stato, fissarne le caratteristiche essenziali, già nel regolamento governativo. A tal fine potrà, ad esempio, all'articolo 1 dello schema aggiungersi un comma del seguente o di analogo tenore: "Il decreto del Ministro del tesoro assicurerà che le negoziazioni dei titoli emessi o garantiti dallo Stato, effettuate in forme organizzate, siano consentite ad un numero di soggetti sufficientemente ampio per garantire una effettiva concorrenza".

Da un punto di vista formale, si rileva in primo luogo che la formula di emanazione del decreto non può essere difforme da quella stabilita dall'articolo 3 del D.P.R. 28 dicembre 1985 n. 1092. Andrà perciò eliminata la motivazione del provvedimento normativo contenuta nel preambolo ("Ritenuta..."), come la frase "e ritenuto di doversi ad esso conformare".

Appare poi superflua la menzione nel preambolo degli articoli del regolamento che si modificano.

All'articolo 1 si suggerisce la formula "da stabilire" o "che saranno stabiliti" anziché "da stabilirsi".

Si raccomanda poi la conformità alle disposizioni sulla formulazione tecnica degli atti legislativi dettate con circolare della Presi

denza del Consiglio dei Ministri 24 febbraio 1986 n. 1.1.26/10888.9.68 pubblicata in Suppl. ord. della G.U. n. 123 del 29 maggio 1986; in particolare si dovranno numerare i commi, anche se unici, ed eliminare tutte le abbreviazioni - tranne "art." per "articolo" nell'intestazione dei singoli articoli - sia nel testo che nel preambolo, sostituendole con le parole e le denominazioni scritte per intero.

Quanto al decreto ministeriale, sul testo del quale è quindi sul merito della progettata disciplina del mercato secondario al Consiglio non è stato chiesto parere, ma che ha ottenuto in ogni caso piena e motivata adesione dalla Banca d'Italia e dalla CONSOB, il Consiglio suggerisce, oltre alle notazioni di forma già richiamate, che nel preambolo la fonte del decreto non sia individuata nell'art. 7 del D.P.R. 31 marzo 1975 n. 138, bensì nell'art.1 del r.d. 4 agosto 1913 n. 1068 quale risulterà dalla modifica che si apporta con il decreto presidenziale in esame. Inoltre all'art. 3 comma 2 alinea a) la formula "patrimonio netto, ai sensi dell'art.3, comma terzo, della legge 19 marzo 1983 n. 72", può essere sostituita con "capitale proprio, definito dall'art.3 comma 3 della legge 19 marzo 1983 n. 72", in quanto la legge n.72 del 1973 individua appunto il concetto di patrimonio finanziario disponibile di enti e società cui la disposizione in esame vuol fare riferimento definendolo "capitale proprio".

E' poi naturale che il decreto ministeriale venga pubblicato dopo l'entrata in vigore del decreto contenente le modifiche al regolamento; ove peraltro l'Amministrazione abbia necessità di abbreviare i tempi per emanare la disciplina del mercato secondario, potrà, aggiungendo un articolo 3 al decreto presidenziale, abbreviare la "vacatio" dello stesso, come è ora consentito espressamente per tutte le fonti normative dall'art.7 del citato D.P.R. n.1092 del 1985.

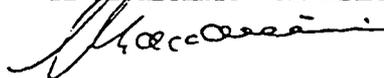
P. Q. M.

Esprime parere favorevole con l'osservazione formulata in motivazione.

Visto:  
IL PRESIDENTE



Per estratto dal verbale  
IL SEGRETARIO GENERALE



# LEGGI E DECRETI PRESIDENZIALI

**DECRETO DEL PRESIDENTE DELLA REPUBBLICA**  
29 dicembre 1987, n. 556.

**Norme in materia di mercato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato. Integrazione del regio-decreto 4 agosto 1913, n. 1068, concernente regolamento per l'esecuzione della legge 20 marzo 1913, n. 272, riguardante l'ordinamento delle borse di commercio.**

## IL PRESIDENTE DELLA REPUBBLICA

Visto l'art. 87 della Costituzione;  
Visto l'art. 66 della legge 20 marzo 1913, n. 272;  
Visto l'art. 27 del regio decreto 9 aprile 1925, n. 376;  
Visto l'art. 1 del decreto legislativo luogotenenziale 14 settembre 1944, n. 226;  
Udito il parere del Consiglio di Stato;  
Vista la deliberazione del Consiglio dei Ministri, adottata nella riunione del 23 dicembre 1987;  
Sulla proposta del Ministro del tesoro;

EMANA

il seguente decreto:

### Art. 1.

1. All'art. 1 del regio decreto 4 agosto 1913, n. 1068, sono aggiunti i seguenti commi:

«Le disposizioni di cui ai commi precedenti non si applicano alle negoziazioni dei titoli emessi o garantiti dallo Stato, effettuate in forme organizzate e con rilevazione e pubblicazione dei relativi prezzi da operatori finanziari, nei casi e secondo modalità che saranno stabilite con decreto del Ministro del tesoro.

Il decreto del Ministro del tesoro assicurerà che le negoziazioni di cui al precedente comma dei titoli emessi o garantiti dallo Stato siano consentite ad un numero di soggetti sufficientemente ampio per garantire una effettiva concorrenza».

### Art. 2.

1. All'art. 20 del regio decreto 4 agosto 1913, n. 1068, è aggiunto il seguente ultimo comma:

«Le disposizioni del secondo comma del presente articolo non si applicano alle negoziazioni di cui al penultimo comma dell'art. 1».

### Art. 3.

1. Il presente decreto entra in vigore il giorno successivo a quello della sua pubblicazione nella *Gazzetta Ufficiale* della Repubblica italiana.

Il presente decreto, munito del sigillo dello Stato, sarà inserito nella Raccolta ufficiale degli atti normativi della Repubblica italiana. È fatto obbligo a chiunque spetti di osservarlo e di farlo osservare.

Dato a Roma, addì 29 dicembre 1987

COSSIGA

GORIA, *Presidente del Consiglio dei Ministri*

AMATO, *Ministro del tesoro*

Visto, il Guardasigilli: VASSALLI  
Registrato alla Corte dei conti, addì 30 dicembre 1987  
Atti di Governo, registro n. 70, foglio n. 33

## NOTE

### AVVERTENZA:

Il testo delle note qui pubblicato è stato redatto ai sensi dell'art. 10, commi 2 e 3, del testo unico approvato con decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 1985, n. 1092, al solo fine di facilitare la lettura delle disposizioni di legge modificate o alle quali è operato il rinvio. Restano invariati il valore e l'efficacia degli atti legislativi qui trascritti

### Note alle premesse:

— Il testo dell'art. 66 della legge 20 marzo 1913, n. 272 (concernente «Approvazione dell'ordinamento delle borse di commercio, dell'esercizio della mediazione e delle tasse sui contratti di borsa») è il seguente:

«Art. 66. — La presente legge entrerà in vigore il novantesimo giorno dalla sua pubblicazione.

Entro detto termine saranno stabilite le norme necessarie per la sua esecuzione mediante regolamento da approvarsi con decreto reale, sentito il Consiglio di Stato.

Coll'entrata in vigore della presente legge restano abrogate le disposizioni del titolo II del regolamento approvato col R.D. 27 dicembre 1982, n. 1139, nonché ogni altra contraria disposizione».

— Il testo dell'art. 27 del R.D. 9 aprile 1925, n. 376 (concernente: «Regolamento per l'esecuzione dei RR.DD.LL. 26 febbraio 1925, n. 176; 7 marzo 1925, n. 222 e 9 aprile 1925, n. 375, che recano disposizioni sulle Borse di commercio») è il seguente:

«Art. 27. — Rimangono in vigore, in quanto applicabili e compatibili con le disposizioni dei RR.DD.LL. 26 febbraio 1925, n. 176, 7 marzo 1925, n. 222; 9 aprile 1925, n. 375, e del presente regolamento, tutte le disposizioni del regolamento approvato con R.D. 4 agosto 1913, n. 1068, e le altre modificazioni del regolamento stesso.

Le disposizioni del presente regolamento si applicano in quanto applicabili anche alle borse per le quali non sia istituita la corporazione».

— Il testo dell'art. 1 del D.L.L. 14 settembre 1944, n. 226 (concernente: «Suppressione dell'Ispettorato per la difesa del risparmio e per l'esercizio del credito e passaggio delle sue attribuzioni e facoltà al Ministero del tesoro») è il seguente:

«Art. 1. — L'Ispettorato per la difesa del risparmio e per l'esercizio del credito istituito con l'art. 11 del R.D.L. 12 marzo 1936, n. 375, successive modificazioni è soppresso.

Le facoltà e le attribuzioni spettanti al predetto Ispettorato passano alla competenza del Ministero del tesoro.

Le facoltà e le attribuzioni che le disposizioni predette demandano al Comitato dei Ministri, al Capo del Governo ed al Capo dell'Ispettorato sono devolute al Ministro per il tesoro».

*Nota all'art. 1:*

Il R.D. 4 agosto 1913, n. 1068, ha approvato il «Regolamento per l'esecuzione della legge 20 marzo 1913, n. 272, riguardante l'ordinamento delle borse di commercio». Il testo vigente dell'art. 1 del suddetto regio decreto risulta, a seguito della integrazione disposta dall'art. 1 del D.P.R. qui pubblicato, essere il seguente:

«Art. 1. — La denominazione di «Borsa di commercio», di «Borsa di valori», di «Mercato di valori» od altra consimile è esclusivamente riservata alle borse istituite a norma dell'art. 1 della legge. Fuori di tal caso, ed ancorché risulti espressamente escluso ogni carattere ufficiale, è vietato usare le denominazioni anzidette o consimili, e formare listini di prezzi.

È permessa tuttavia anche a privati la pubblicazione del listino di borsa.

Il presidente della deputazione di borsa vigila per l'osservanza del divieto anzidetto, dà i provvedimenti opportuni e può richiedere l'assistenza dell'autorità politica.

La trasgressione del divieto del presidente della deputazione di borsa è punita a norma dell'art. 434 del codice penale ora art. 650 del codice penale vigente.

*Le disposizioni di cui ai commi precedenti non si applicano alle negoziazioni dei titoli emessi o garantiti dallo Stato, effettuate in forme organizzate e con rilevazione e pubblicazione dei relativi prezzi da operatori finanziari, nei casi e secondo modalità che saranno stabilite con decreto del Ministro del tesoro.*

*Il decreto del Ministro del tesoro assicurerà che le negoziazioni di cui al precedente comma dei titoli emessi o garantiti dallo Stato, siano consentite ad un numero di soggetti sufficientemente ampio per garantire una effettiva concorrenza».*

*Nota all'art. 2:*

Il testo vigente dell'art. 20 del già citato R.D. n. 1068/1913 risulta, a seguito della integrazione disposta dall'art. 2 del D.P.R. qui pubblicato, essere il seguente:

«Art. 20. — Nei casi preveduti dai numeri 1 e 3 dell'art. 9 della legge, l'esclusione è pronunziata per un periodo di tempo non inferiore a 10 giorni e non maggiore di 6 mesi.

Ricadono nella disposizione dell'art. 9, n. 3 della legge:

1) coloro che partecipano a riunioni fuori borsa per la negoziazione di titoli e valori;

2) gli agenti di cambio che partecipano a dette riunioni o fanno operazioni per conto delle persone di cui al numero precedente.

In caso di recidiva, l'esclusione può essere pronunziata per un periodo maggiore, ma non eccede i tre anni.

Durante il periodo della sospensione dall'esercizio della professione l'agente di cambio è escluso dalla borsa.

*Le disposizioni del secondo comma del presente articolo non si applicano alle negoziazioni di cui al penultimo comma dell'art. 1».*

88G0017

# DECRETI E ORDINANZE MINISTERIALI

## MINISTERO DEL TESORO

DECRETO 8 febbraio 1988.

Disciplina del mercato secondario di titoli di Stato e garantiti dallo Stato, quotati e non quotati in borsa.

### IL MINISTRO DEL TESORO

Visti gli articoli 1 e 20 del regio decreto 4 agosto 1913, n. 1068, così modificati dal decreto del Presidente della Repubblica 29 dicembre 1987, n. 556;

Visto l'art. 7, comma terzo, del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 138;

Ritenuta l'esigenza di disciplinare le negoziazioni di titoli di Stato e garantiti dallo Stato, quotati e non quotati in borsa, da svolgersi attraverso un'organizzazione di operatori non aperta al pubblico, allo scopo di facilitare la piena liquidabilità dei titoli stessi e la pubblicità dei prezzi delle negoziazioni;

Ritenuto altresì di dover individuare i soggetti abilitati ad operare nell'ambito di detta organizzazione, in modo da garantire una effettiva concorrenza;

Sentite la Banca d'Italia e la Consob;

Decreta:

#### Art. 1.

1. Per il funzionamento di un sistema di negoziazioni di titoli di Stato e garantiti dallo Stato, individuati ai sensi del successivo art. 4, lettera d), attraverso circuito telematico, secondo le modalità e alle condizioni previste dal presente decreto, gli operatori interessati sottoscrivono apposita convenzione.

2. Possono sottoscrivere la convenzione o aderire ad essa:

a) la Banca d'Italia, le aziende ed istituti di credito, le commissionarie ammesse agli antirecinti alle grida delle borse valori, le società finanziarie di cui al primo comma dell'art. 6 del decreto del Ministro del tesoro 29 dicembre 1987, pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale* n. 2 del 4 gennaio 1988, le quali di fatto svolgono quali attività esclusive o principali la compravendita, il possesso, la gestione o il collocamento di titoli pubblici e privati;

b) le compagnie di assicurazione, le società di gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare, limitatamente alla gestione stessa, le altre società finanziarie di cui al primo comma dell'art. 6 del citato decreto del Ministro del tesoro 29 dicembre 1987.

3. I soggetti di cui al comma 2 debbono avere un patrimonio netto, ai sensi dell'art. 3, comma terzo, della legge 19 marzo 1983, n. 72, di almeno 5 miliardi.

4. Il Ministro del tesoro approva la convenzione e le sue modificazioni, verificandone la conformità a quanto previsto dal presente decreto.

5. L'inizio e la continuità delle negoziazioni di cui al comma 1 sono condizionati alla partecipazione o adesione alla convenzione di almeno trenta dei soggetti aventi titolo, tra i quali non meno di dieci fra quelli di cui all'art. 2.

6. Dovrà essere prevista la possibilità dell'adesione successiva all'accordo di altri soggetti aventi titolo oltre agli originari stipulanti.

#### Art. 2.

1. È istituito presso la Banca d'Italia un «elenco degli operatori principali». In detto elenco la Banca stessa inserisce, tenendo anche conto dell'esigenza di assicurare una effettiva concorrenza tra gli operatori, i soggetti di cui all'art. 1, comma secondo, lettera a), che, avendo sottoscritto o aderito alla convenzione, ne fanno domanda e sono in possesso dei requisiti indicati nel successivo comma 2. L'iscrizione nell'elenco stesso comporta l'impegno di formulare in via continuativa offerte di acquisto e di vendita, per almeno cinque specie di titoli di Stato, opportunamente differenziate per caratteristiche e di partecipare attivamente al mercato.

2. L'iscrizione nell'elenco previsto dal comma 1 non può essere effettuata ove manchino i seguenti requisiti:

a) possesso di un patrimonio netto, ai sensi dell'art. 3, comma terzo, della legge 19 marzo 1983, n. 72, superiore a 20 miliardi di lire;

b) avvenuta stipulazione, nell'anno precedente, di contratti di vendita di titoli di cui all'art. 1, comma 1, per un valore complessivo non inferiore a lire 5.000 miliardi;

c) possesso da parte degli amministratori e del direttore generale dei requisiti di onorabilità di cui all'art. 1, quarto comma, lettera c), della legge 23 marzo 1983, n. 77 e — limitatamente al presidente, all'amministratore delegato o unico ed al direttore generale — dei requisiti di professionalità di cui al medesimo art. 1, quarto comma, lettera b). Per le aziende ed istituti di credito si applica il disposto del decreto del Presidente della Repubblica 27 giugno 1985, n. 350.

#### Art. 3.

1. I soggetti di cui all'art. 1, comma 2, lettera a), si avvalgono di apposito circuito telematico, al fine di formulare le offerte di acquisto o di vendita dei titoli. Queste offerte possono essere accettate esclusivamente dai soggetti indicati nell'art. 1. Le negoziazioni sono effettuate in nome e per conto proprio.

2. Fermo il disposto dell'art. 4, comma 3, in via transitoria le offerte di cui al comma 1 possono essere formulate solo dai soggetti di cui all'art. 2.

3. I soggetti che sottoscrivono o aderiscono alla convenzione devono, ove ciò sia richiesto dalla Banca d'Italia ai fini della migliore esecuzione dei contratti, intrattenere rapporti di deposito con la Banca d'Italia e la Monte titoli S.p.a. ed aderire alla liquidazione giornaliera dei titoli presso le stanze di compensazione, direttamente o attraverso altri soggetti abilitati.

#### Art. 4.

1. Nella convenzione dovranno essere previste le modalità:

a) per l'accertamento dei requisiti per l'adesione alla convenzione dei nuovi partecipanti;

b) per la fissazione di un termine di durata, comunque non inferiore a tre mesi, all'impegno di cui al primo comma dell'art. 2;

c) per lo svolgimento delle negoziazioni e la determinazione dei meccanismi di formulazione delle offerte, con la fissazione, tra l'altro, del lotto minimo di contrattazione che non potrà essere comunque inferiore a 5 miliardi di lire;

d) per la redazione dell'elenco dei titoli che formano oggetto di negoziazione attraverso il circuito telematico e per la ripartizione, tra i soggetti di cui all'art. 2, dei titoli sui quali sono tenuti ad effettuare le offerte, tenendo conto dell'esigenza che queste, nell'insieme, riguardino un numero di specie di titoli sufficientemente ampio per assicurare pluralità di offerte e condizioni di competitività;

e) per la verifica dell'adempimento degli obblighi dei partecipanti e per la sospensione o l'esclusione dei soggetti dalle negoziazioni a domanda o in caso di comportamenti non compatibili con la funzionalità delle negoziazioni;

f) per la modifica della convenzione, con l'indicazione delle maggioranze necessarie, e per il suo rinnovo alla scadenza;

g) per il riparto tra i partecipanti alla convenzione delle eventuali spese.

2. Il rinnovo della convenzione si intenderà approvato salvo diverso provvedimento del Ministro del tesoro da adottare entro il 30 novembre di ciascun anno.

3. Le modifiche del presente decreto sono automaticamente recepite nel testo della convenzione, ove ciò sia necessario, fatta salva la facoltà di recesso.

#### Art. 5.

1. Nello stesso giorno di contrattazione i soggetti di cui all'art. 2 comunicano alla Banca d'Italia e alla Consob le notizie relative ai contratti conclusi. Il contenuto e le modalità delle comunicazioni sono stabiliti dalla Banca d'Italia, di intesa con la Consob.

2. La Banca d'Italia elabora in forma aggregata e pubblica le informazioni relative ai prezzi minimi, massimi e medi ponderati, nonché alle quantità negoziate attraverso il sistema.

#### Art. 6.

1. Nell'esercizio dei poteri di controllo attribuiti dalle vigenti disposizioni di legge, la Consob, oltre ad adottare i provvedimenti di sua competenza, informa il Ministro del tesoro delle irregolarità riscontrate che comportino disfunzioni del mercato.

Roma, addì 8 febbraio 1988

Il Ministro: AMATO

88A1139

## ARTICOLO 1

### SCOPO DELLA CONVENZIONE

1 - La presente Convenzione ha lo scopo di definire, ai sensi del D.M. Tesoro 8 febbraio 1988, (appresso denominato: il decreto ministeriale), l'organizzazione ed i criteri di funzionamento del sistema di negoziazione di titoli di Stato e di titoli garantiti dallo Stato, quotati e non quotati in borsa, tramite circuito telematico tra gli aderenti alla Convenzione (appresso denominato: il sistema).

## ARTICOLO 2

### Titoli negoziabili

1 - Sono negoziabili, con le modalità e le tecniche previste dalla presente Convenzione, i titoli di Stato ed i titoli garantiti dallo Stato, quotati e non quotati in borsa espressamente individuati dal Comitato di gestione di cui all'Art. 8 (otto).

2 - I titoli sono negoziati per quantitativi minimi di nominali 5 miliardi di lire.

## ARTICOLO 3

### Soggetti aderenti al sistema

1 - Possono partecipare al sistema, attraverso l'adesione alla presente Convenzione, i soggetti di cui al comma 2° dell'Art. 1 (uno) del decreto ministeriale.

2 - Possono essere inseriti, a richiesta, in un "elenco di operatori principali" tenuto dalla Banca d'Italia i soggetti di cui all'Art. 2 (due) del decreto ministeriale. I requisiti di cui alle lettere a) e c) del comma 2° di detto articolo debbono essere posseduti per tutta la



## ARTICOLO 1

### SCOPO DELLA CONVENZIONE

1 - La presente Convenzione ha lo scopo di definire, ai sensi del D.M. Tesoro 8 febbraio 1988, (appresso denominato: il decreto ministeriale), l'organizzazione ed i criteri di funzionamento del sistema di negoziazione di titoli di Stato e di titoli garantiti dallo Stato, quotati e non quotati in borsa, tramite circuito telematico tra gli aderenti alla Convenzione (appresso denominato: il sistema).

## ARTICOLO 2

### Titoli negoziabili

1 - Sono negoziabili, con le modalità e le tecniche previste dalla presente Convenzione, i titoli di Stato ed i titoli garantiti dallo Stato, quotati e non quotati in borsa espressamente individuati dal Comitato di gestione di cui all'Art. 8 (otto).

2 - I titoli sono negoziati per quantitativi minimi di nominali 5 miliardi di lire.

## ARTICOLO 3

### Soggetti aderenti al sistema

1 - Possono partecipare al sistema, attraverso l'adesione alla presente Convenzione, i soggetti di cui al comma 2° dell'Art. 1 (uno) del decreto ministeriale.

2 - Possono essere inseriti, a richiesta, in un "elenco di operatori principali" tenuto dalla Banca d'Italia i soggetti di cui all'Art. 2 (due) del decreto ministeriale. I requisiti di cui alle lettere a) e c) del comma 2° di detto articolo debbono essere posseduti per tutta la



durata dell'iscrizione in detto elenco.

3 - Con l'iscrizione di cui al comma precedente gli operatori principali assumono gli impegni di cui all'Art. 4 (quattro).

L'iscrizione nell'elenco ha effetto, salvo diversa determinazione, con il primo giorno del periodo trimestrale previsto dall'Art. 4 (quattro), comma 1°.

4 - I soggetti aderenti alla Convenzione per essere iscritti nell'"elenco di operatori principali" rivolgeranno domanda scritta al Comitato di gestione il quale, raccolti gli elementi necessari, trasmetterà la domanda alla Banca d'Italia per le conseguenti decisioni.

5 - I soggetti aderenti alla Convenzione si impegnano a non pubblicare al di fuori del sistema proposte di acquisto e/o di vendita per importi pari o superiori a quelli indicati all'Art. 2 (due), comma 2°, sui titoli individuati con le modalità di cui all'Art. 5 (cinque), comma 1°. Sugli stessi titoli i soggetti aderenti alla Convenzione diversi dagli operatori principali si impegnano ad effettuare il maggior volume possibile di contrattazioni nell'ambito del sistema; si impegnano altresì, nei limiti e per effetto dell'Art. 3 (tre), commi 1° e 2°, del decreto ministeriale, a non formulare nel sistema medesimo proposte di acquisto e/o di vendita per gli stessi titoli.

#### ARTICOLO 4

##### Impegni degli operatori principali

1 - Gli operatori principali si impegnano a formulare in via continuativa, per un periodo di tempo di tre mesi identico per tutti, proposte sia di acquisto sia di vendita per almeno cinque titoli individuati ai sensi

dell'Art. 5 (cinque). Tale impegno si rinnova automaticamente per uguale periodo, salvo che sia comunicata al Comitato di gestione, almeno quindici giorni prima della scadenza del periodo stesso, la richiesta di cancellazione dall'elenco di cui all'Art. 3 (tre), comma 2°.

Il Comitato informerà prontamente la Banca d'Italia.

2 - Gli operatori principali possono, anche occasionalmente, formulare all'intero del sistema proposte sui titoli di cui all'Art. 5 (cinque), comma 1°, diversi da quelli per essi individuati; in tal caso si impegnano ad esporre le condizioni di prezzo sia in acquisto sia in vendita.

3 - Le proposte dovranno essere formulate tutti i giorni di Borsa aperta dalle ore 10.00 alle ore 13.00 e dalle ore 15.00 alle ore 16.00.

4 - In relazione alla esposizione delle proposte di acquisto e di vendita sul circuito telematico, l'operatore può modificare le proposte formulate in ogni momento. Tuttavia resta obbligato a stipulare almeno un contratto su un titolo per il quantitativo minimo e al prezzo proposto, ove ciò gli sia richiesto prima della cancellazione della proposta stessa.

5 - Le modifiche delle condizioni di prezzo in acquisto e in vendita da parte di un operatore principale saranno apportate, secondo le modalità e le tecniche previste dal sistema, nel più breve tempo possibile e comunque entro un tempo massimo di cinque minuti dalla cancellazione della proposta precedente. Nel caso in cui sia stata effettuata almeno una transazione al prezzo precedente, il termine massimo è esteso a quindici minuti per tutti i titoli trattati.



6 - Al fine di poter ottemperare agli impegni connessi alla presente Convenzione gli operatori principali si muniranno di almeno tre terminali destinati a questo scopo.

7 - Ciascun operatore principale, per gravi e giustificati motivi, può chiedere al Comitato di gestione un'interruzione temporanea degli obblighi di cui al comma 1°, senza che ciò comporti il venir meno della qualifica di operatore principale.

## ARTICOLO 5

### Individuazioni dei titoli

1 - Il Comitato di gestione seleziona periodicamente almeno venti titoli da trattare nel sistema che siano significativamente rappresentativi del mercato.

2 - I titoli per i quali ogni operatore principale si impegna ad indicare proposte di acquisto e di vendita vengono concordati tra il Comitato di gestione e gli operatori stessi nell'ambito dei titoli di cui al comma 1°.

3 - Nell'individuazione dei titoli saranno osservati i seguenti criteri: la totale copertura dei titoli selezionati ai sensi del comma 1°, la necessità che ognuno di detti titoli sia quotato da più operatori principali, la più ampia diversificazione dei titoli per caratteristiche.

## ARTICOLO 6

### Modalità tecniche di funzionamento del sistema

1 - Il sistema si articola in moduli corrispondenti a distinte "pagine" che vengono fornite dalla società di gestione del circuito telematico in forza di contratti stipulati singolarmente da ciascun aderente alla presente Convenzione. Sarà conferito al Comitato di gestione il potere

di rappresentanza degli aderenti per tutte le modifiche inerenti il circuito telematico che si rendano necessarie o utili per un miglior funzionamento del sistema.

2 - La "pagina indice" individua l'elenco dei titoli che sono trattati con le modalità stabilite dalla presente Convenzione.

3 - La "pagina per operatore principale", intestata ad ognuno di questi, espone le sue proposte, indica le condizioni di prezzo sia in acquisto sia in vendita per i titoli per esso individuati e per gli altri che intenda trattare. L'operatore principale potrà rendere tale pagina non visibile agli altri operatori.

4 - La "pagina per titolo" evidenzia per ogni singolo titolo le proposte degli operatori principali e viene alimentata automaticamente sulla base dei dati contenuti nella "pagina per operatore principale".

5 - La "pagina competitiva" visualizza per ogni titolo le quattro migliori condizioni di prezzo in acquisto e in vendita. L'aggiornamento della "pagina competitiva" avviene automaticamente sulla base delle modifiche che sono apportate alla "pagina per operatore principale".

## ARTICOLO 7

### Modalità di effettuazione e regolamento delle operazioni

1 - Le operazioni sono effettuate attraverso il sistema telematico ed eventualmente per telefono nell'ipotesi di non funzionamento del circuito telematico, nel qual caso le relative informazioni saranno ugualmente inserite nel sistema, ai fini dell'Art. 13 (tredici); nel più breve tempo possibile, a cura dell'operatore principale che ha esposto la proposta. Chi ha accettato la proposta verificherà tempestivamente



l'esito della sua accettazione ove non gli sia comunicato tramite il circuito telematico.

2 - Le proposte degli operatori principali sono impegnative, secondo le modalità indicate nell'art.4, comma 4, esclusivamente nei confronti dei soggetti aderenti alla Convenzione.

3 - Le negoziazioni sono effettuate in nome e per conto proprio, con regolamento a pronti secondo gli usi del mercato finanziario accertati dal Comitato di gestione.

4 - Il contratto s'intende concluso nel luogo dove il proponente ha la sua sede legale e nel momento in cui il proponente ha ricevuto l'accettazione, nei casi di cui alla seconda parte dell'Art. 4 (quattro), comma 4°; negli altri casi questo momento sarà determinato in via generale dal Comitato di gestione.

5 - Il regolamento delle operazioni avviene con l'immissione delle stesse nella liquidazione giornaliera dei titoli presso la Stanza di Compensazione, secondo le modalità ed i tempi stabiliti dalla Banca d'Italia.

6 - I soggetti che partecipano al sistema si impegnano, ove ciò sia richiesto dalla Banca d'Italia ai fini della migliore esecuzione dei contratti, ad intrattenere rapporti di deposito con la Banca d'Italia e con la Monte Titoli S.p.A. e ad aderire alla Stanza di compensazione per la liquidazione giornaliera dei titoli, direttamente o attraverso soggetti abilitati.

## ARTICOLO 8

### Comitato di gestione

1 - Per assicurare il regolare funzionamento del sistema è istituito un apposito Comitato di gestione composto da:

- a) un componente designato dall'Associazione Bancaria Italiana (A.B.I.), con funzione di Presidente;
- b) un componente designato dall'Associazione Operatori Bancari in Titoli (ASSOBAT);
- c) un componente designato dall'Associazione Tesorieri Istituzioni Creditizie (ATIC);
- d) quattro componenti rappresentativi degli operatori principali, di cui almeno uno rappresentativo di quelli non bancari, con rotazione semestrale.

2 - Le associazioni di cui al comma 1° e gli operatori principali eletti ai sensi dell'Art. 10 (dieci), comma 1°, lett. a), indicano il componente effettivo e un suo sostituto.

3 - Alle riunioni del Comitato di gestione sarà presente un delegato della Banca d'Italia. Le parti contraenti prendono altresì atto che, ai fini dell'esercizio delle funzioni di competenza della CONSOB, alle riunioni del Comitato potrà essere presente un funzionario della CONSOB stessa.

4 - Il Comitato di gestione, che si avvale di una segretaria tecnica, ha sede presso l'Associazione Bancaria Italiana, Piazza del Gesù 49, Roma.

5 - I componenti del Comitato di Gestione, la cui carica è gratuita, rispondono solo per dolo o colpa grave per le responsabilità connesse allo svolgimento dei compiti loro affidati.



## ARTICOLO 9

### Funzioni del Comitato di gestione

1 - Il Comitato di gestione:

- coordina e gestisce le questioni e le problematiche di carattere tecnico ed operativo connesse con il funzionamento del sistema;
- riceve ed esamina le domande di adesione alla presente Convenzione e, dopo aver verificato l'esistenza dei requisiti richiesti, accoglie la domanda;
- riceve le domande di iscrizione all'"elenco degli operatori principali" e, raccolti gli elementi necessari, le trasmette alla Banca d'Italia per la decisione;
- individua periodicamente, su indicazione dei soggetti aderenti alla Convenzione e sentiti gli operatori principali, i titoli di cui all'Art. 5 (cinque) comma 1° ai fini del loro inserimento nella "pagina indice";
- decide sulle richieste di interruzione temporanea dell'obbligo di formulare proposte, di cui all'Art. 4 (quattro) comma 7°;
- segue in via continuativa l'andamento delle negoziazioni;
- dispone la sospensione, esclusione e decadenza degli aderenti ai sensi dell'Art. 12 (dodici);
- esamina e/o propone le ipotesi di modifica alla Convenzione da sottoporre all'approvazione dell'Assemblea degli aderenti;
- cura i rapporti con la società di gestione del circuito telematico per tutto quanto concerne il funzionamento del sistema.

2 - Le sedute del Comitato di gestione sono valide se sono presenti almeno cinque membri. Il Comitato decide a maggioranza dei presenti;

in caso di parità prevale il voto del Presidente.

3 - Il funzionamento del Comitato di gestione è disciplinato da un regolamento approvato in Assemblea dagli operatori principali.

## ARTICOLO 10

### Assemblea degli aderenti alla Convenzione

1 - L'Assemblea degli aderenti alla Convenzione:

- a) elegge gli operatori principali che designano i componenti del Comitato di gestione di cui al comma 1°, lettera d), dell'Art. 8 (otto);
- b) sceglie la società di gestione di cui all'Art. 6 (sei), comma 1°;
- c) approva il rendiconto annuale di cui all'Art. 15, comma uno.
- d) approva il regolamento di cui all'Art. 9 (nove), comma 3° e quello necessario per il funzionamento dell'Assemblea stessa;
- e) delibera sulle modifiche della convenzione di cui all'Art. 11 (undici).
- f) elegge gli aderenti alla Convenzione che designano i componenti del Collegio dei Revisori di cui al successivo art. 10 bis.

2 - L'Assemblea è validamente costituita in prima convocazione ove siano presenti in proprio e per delega almeno due terzi degli aderenti; in seconda convocazione qualunque sia il numero dei presenti. Le deliberazioni sono adottate con il voto favorevole della maggioranza dei presenti. Ogni aderente può farsi rappresentare in ogni singola Assemblea, con effetto anche per la seconda convocazione, da altro aderente conferendo delega scritta.

3 - Qualora l'oggetto della deliberazione riguardi gli operatori principali alla votazione prendono parte solo gli appartenenti a questa categoria di aderenti e ad essa è riferito il quorum necessario.

## **ARTICOLO 10 bis**

### **Collegio dei Revisori dei Conti**

1 - L'Assemblea ordinaria elegge gli aderenti di cui all'Art. 10 lett. f), dei quali due non aventi la qualità di operatori principali. I Revisori designati il cui incarico ha durata annuale, eleggono nel proprio seno un Presidente.

2 - I Revisori dei conti controllano la gestione contabile ed i rendiconti semestrali del Comitato di gestione e riferiscono annualmente all'Assemblea.

## **ARTICOLO 11**

### **Modifiche della Convenzione**

1 - Oltre al Comitato di gestione, ciascun aderente può proporre modifiche alla presente Convenzione. Solo gli operatori principali possono proporre modifiche riguardanti tale categoria di operatori.

2 - Sull'ammissibilità delle proposte decide il Comitato di gestione, salvo che le stesse non siano presentate da almeno un quarto degli aderenti.

3 - Le modifiche della Convenzione deliberate dall'Assemblea sono sottoposte, a cura del Comitato di gestione, all'approvazione del Ministro del Tesoro.

4 - E' fatta salva la facoltà di recesso da parte degli aderenti assenti o dissenzienti, con effetto dalla data di entrata in vigore delle modifiche.

5 - Per le eventuali modifiche alla Convenzione che si rendano necessarie in conseguenza di disposizioni emanate con ulteriori decreti

del Ministro del Tesoro, ai sensi del D.P.R. 29 dicembre 1987, n. 556 e del D.P.R. 31 marzo 1975, n. 138 (art. 7), non è necessaria la procedura prevista nei commi precedenti. A tal fine provvede il Comitato di gestione, con salvezza, anche in questo caso, della facoltà di recesso ai sensi del comma 4°.

## ARTICOLO 12

### Sospensione ed esclusione dalla negoziazioni

#### Decadenza dell'adesione

1 - La violazione degli impegni e delle modalità operative derivanti dall'applicazione della presente Convenzione, nonché comportamenti non compatibili con la funzionalità delle negoziazioni, e segnatamente il mancato rispetto dell'obbligo di esposizione delle proposte di acquisto e vendita di cui all'Art. 4 (quattro) o il rifiuto di effettuare operazioni in dipendenza delle proposte, comportano la sospensione sino al massimo di sei mesi o l'esclusione dalle negoziazioni.

2 - L'esclusione comporta per il soggetto interessato l'inibizione a partecipare alle negoziazioni nel sistema prima che sia trascorso almeno un anno. Qualora il soggetto non sia riammesso entro due anni dall'esclusione, può essere dichiarata la decadenza della sua adesione alla Convenzione.

3 - Sulla sospensione, esclusione e decadenza dell'aderente ha competenza il Comitato di gestione, che decide con il voto favorevole di almeno 5 componenti.

## ARTICOLO 13

### Comunicazioni sulle operazioni concluse

1 - Gli operatori principali sono tenuti a comunicare alla Banca d'Italia e alla CONSOB, nello stesso giorno di contrattazione, le notizie relative ai contratti conclusi, in base al contenuto e secondo le modalità stabilite ai sensi dell'Art. 5 (cinque) del decreto ministeriale.

#### ARTICOLO 14

##### Tassa sui contratti di Borsa

1 - Per le operazioni eseguite nel rispetto della presente Convenzione la tassa sui contratti di borsa è a carico del soggetto che ha aderito alla proposta dell'operatore principale.

#### ARTICOLO 15

##### Ripartizione delle spese e rendiconto

1 - Il rendiconto economico annuale, predisposto dal Comitato di gestione sulla base dei rendiconti semestrali, viene sottoposto all'approvazione dell'Assemblea ordinaria, accompagnato dalla relazione dei Revisori dei conti.

2 - Le spese sostenute per la realizzazione e la gestione del sistema, quali risultano dal rendiconto di cui al comma uno, vengono annualmente ripartite in quote uguali fra gli aderenti alla Convenzione.

3 - Il Comitato può chiedere agli aderenti anticipi sulla quota annuale, al fine di far fronte alle spese inerenti alla gestione.

#### ARTICOLO 16

##### Efficacia e scadenza della Convenzione

1 - La Convenzione ha efficacia dopo la sua approvazione da parte del Ministro del Tesoro e scade il 31 dicembre 1988, intendendosi tacitamente rinnovata di anno in anno.

## ARTICOLO 17

### Adesioni e recessi

1 - L'inizio e la continuità delle negoziazioni previste dalla presente Convenzione sono subordinati all'adesione alla stessa da parte di almeno trenta soggetti aventi titolo e all'iscrizione nell'elenco di cui al comma 2° dell'Art. 3 (tre) di almeno dieci operatori principali.

2 - La volontà di recedere dalla presente Convenzione deve essere comunicata al Comitato di gestione entro il 10 novembre di ciascun anno. Il recesso ha effetto con decorrenza dal 1° gennaio dell'anno successivo.

3 - La presente Convenzione è aperta. L'adesione di soggetti aventi titolo, diversi dai sottoscrittori originali, è consentita, a domanda degli interessati, dal Comitato di gestione e ha effetto a partire dal primo giorno del mese successivo alla delibera del Comitato.

## ARTICOLO 18

### Disposizioni transitorie

1 - Al fine di favorire un avvio graduale del nuovo sistema e consentire quindi il consolidamento delle strutture organizzative e professionali dei soggetti interessati, è previsto un periodo transitorio di quattro mesi, a partire dalla data di inizio delle negoziazioni, nel corso del quale agli operatori principali è riservata, in deroga agli obblighi di cui all'Art. 4 (quattro), la facoltà di sospendere la pubblicazione delle proprie proposte di acquisto e di vendita per uno o più periodi complessivamente non superiori a 10 giorni.

2 - In deroga all'Art. 8 (otto), comma 1°, lett. d) e dell'Art. 10 (dieci),

comma 1°, lett. a) i convenuti designano a far parte del Comitato di gestione, fino al 31 dicembre 1988, i signori:

1) Rag. POLIUTO BOARETTO, nato a Moncalieri (TO) il 7 aprile 1941, codice fiscale n. BRT PLT 41D07 F375B;

2) Dr. MARCO PALADINI, nato a Carenno (BG) il 18 maggio 1943, codice fiscale n. PLD MRC 43E18 B763L;

3) Dr. BENITO COVOLAN, nato a Milano il 7 ottobre 1934, codice fiscale n. CVL BNT 34R07 F205Z;

4) Rag. GIUSEPPE D'ALBERTI, nato a Marsala (TP) il 29 aprile 1938, codice fiscale n. DLB GPP 38D29 E974Y.

3 - La prima assemblea degli aderenti è convocata, senza ulteriori comunicazioni, per il giorno 8 giugno 1988 ore 10.00, presso l'Associazione Bancaria Italiana, per deliberare sulle materie ad essa demandate dalla Convenzione. Questa Assemblea sarà presieduta dal Presidente del Comitato di gestione.

4 - Fermo il disposto degli articoli 16 (sedici), 17 (diciassette) comma 1° e 1° comma del presente articolo, le negoziazioni inizieranno in via sperimentale il 16 maggio 1988, previa comunicazione del Comitato di gestione agli aderenti. Fino al 2 ottobre 1988 è sospesa l'applicazione degli adempimenti prescritti dagli articoli 4 (quattro), comma 6°, e 5°; le informazioni relative alle operazioni effettuate per telefono, di cui all'Art. 7 (sette), comma 1°, saranno fornite solo a fine giornata.

F.TO: LUCIO RONDELLI

MARIO LIGUORI - Notaio

... OMISIS ...

## QUADERNI PUBBLICATI

- 1 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, ottobre 1985.
- 2 — FRANCESCO CARBONETTI, *Moneta*, dicembre 1985.
- 3 — PIETRO DE VECCHIS, *L'istituto di emissione*, febbraio 1986 (esaurito).
- 4 — GIUSEPPE CARRIERO, *Governo del credito e Regioni a statuto speciale: il quadro istituzionale*, aprile 1986.
- 5 — GIORGIO OPPO, *Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)*, aprile 1986.
- 6 — LUIGI DESIDERIO, *Le norme di recepimento della Direttiva comunitaria n. 780/77 in materia creditizia*, maggio 1986.
- 7 — GIORGIO SANGIORGIO - FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La legge bancaria: evoluzione normativa e orientamenti esegetici*, giugno 1986.
- 8 — VINCENZO MEZZACAPO, *L'attività bancaria nell'ambito dei movimenti di capitali nella C.E.E.*, giugno 1986 (esaurito).
- 9 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, luglio 1986.
- 10 — FRANCESCO CARBONETTI, *I cinquant'anni della legge bancaria*, settembre 1986.
- 11 — *La legge bancaria*, ottobre 1986.
- 12 — CARMINE LAMANDA, *L'evoluzione della disciplina del controllo sul sistema creditizio dalla legge bancaria ad oggi*, dicembre 1986.
- 13 — GIOVANNI IMPERATRICE, *L'accertamento dell'illecito amministrativo nel diritto valutario e nel diritto tributario*, marzo 1987.
- 14 — GIORGIO SANGIORGIO, *Profilo istituzionale della disciplina pubblicistica del credito*, maggio 1987.
- 15 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, (a cura di) *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, luglio 1987.
- 16 — CARLO TAGLIENTI, *Il credito documentario: nozione, fondamento, problematica*, settembre 1987.
- 17 — PIETRO DE VECCHIS, *Aspetti legali delle crisi bancarie in Italia*, gennaio 1988.
- 18 — VINCENZO MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato*, agosto 1988.



