

BANCA D'ITALIA

**Quaderni di ricerca giuridica**  
della Consulenza legale

**Il controllo della Banca d'Italia  
sulle emissioni di titoli atipici**

di Francesco Carbonetti



Numero 19 - Ottobre 1988



**BANCA D'ITALIA**

**Quaderni di ricerca giuridica**

**della Consulenza Legale**

**Il controllo della Banca d'Italia  
sulle emissioni di titoli atipici**

**di Francesco Carbonetti**

**Numero 19 - Ottobre 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, più 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 CAPRI-  
GLIONE, VINCENZO MEZZACAPO*

La Consulenza Legale della Banca d'Italia è lieta di ospitare nella collana «Quaderni di ricerca giuridica» il presente saggio di Francesco Carbonetti.





## INDICE

|   |    |
|---|----|
| 1. L'art. 11 della legge n. 77 del 1983 come norma di applicazione residuale .....                              | 9  |
| 2. L'oggetto del controllo .....  | 10 |
| 3. Le fattispecie escluse dal controllo .....   | 13 |
| 4. L'art. 11 come elemento di un complesso normativo di controlli sull'emissione di valori mobiliari .....      | 15 |
| 5. Disomogeneità dei procedimenti di controllo .....  | 17 |
| 6. Effetti del controllo: lo «smascheramento» dell'atipico .....  | 18 |
| 7. L'emissione di certificati di partecipazione come fenomeno elusivo della disciplina delle obbligazioni ..... | 19 |
| 8. Emissione di titoli atipici e riserva dell'attività bancaria .....   | 22 |

Contributo alla ricerca, diretta dal prof. Mario Nuzzo, sul tema «Problemi dell'intermediazione finanziaria non bancaria», in corso di pubblicazione.

## 1. L'art. 11 della legge n. 77 del 1983 come norma di applicazione residuale

La tecnica utilizzata dall'art. 11 della legge 23 marzo 1983, n. 77 per individuare la fattispecie oggetto del controllo è quella di una previsione latissima e di una elencazione delle ipotesi escluse. La norma si presenta quindi, apparentemente, come una disciplina *generale* di controllo sull'emissione di valori mobiliari; peraltro, le ipotesi escluse sono tanto numerose e tanto praticamente rilevanti che la disciplina in esame si appalesa — almeno per quanto riguarda i valori mobiliari italiani — piuttosto come *residuale* (1).

Siffatta tecnica è funzionale all'obiettivo che il legislatore — come chiaramente risulta dai lavori preparatori (2) — si era posto: e cioè quello di assoggettare a controllo un fenomeno, quello dei c.d. titoli atipici, che per sua natura è insuscettibile di una definizione in positivo e che pertanto deve essere ricondotto a una categoria residuale.

Questa prima conclusione è importante sotto un profilo sistematico: essa legittima infatti l'interpretazione non solo estensiva, ma anche analogica delle disposizioni di esclusione, che sarebbe invece preclusa, ai sensi dell'art. 14 delle preleggi, qualora esse venissero riguardate come norme che fanno eccezione a regole generali (per alcune importanti fattispecie da ritenersi in via analogica sottratte al controllo, cfr. *infra*, par. 4).

---

(1) Vedi già in questo senso G. VISENTINI, *Emissione e collocamento di valori mobiliari: prime note di commento agli artt. 11-14 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, in «Riv. soc.», 1983, p. 877; F. CARBONETTI, *La nuova disciplina della autorizzazione alla emissione di azioni e obbligazioni*, in «Riv. soc.», 1985, p. 483.

(2) Vedi, da ultimo, la Relazione della Commissione Finanze e Tesoro del Senato (relatore sen. Berlanda), pubblicata anche in «Riv. soc.», 1983, p. 267 ss.

## 2. L'oggetto del controllo

Il 1° comma dell'art. 11 indica come oggetto del controllo «le emissioni di valori mobiliari di qualsiasi natura da collocare, anche indirettamente, mediante offerta al pubblico» e le «offerte in Italia di valori mobiliari esteri».

La difformità tra le due formule si spiega in parte con ragioni sostanziali, in parte semplicemente con l'esigenza di non appesantire la formulazione del comma. Nel caso dei valori mobiliari esteri non può esserne disciplinata l'emissione, che avviene oltre frontiera, ma solo l'offerta in Italia. Dipende dalla seconda delle due ragioni sopra indicate la non ripetuta qualificazione dei valori mobiliari come «di qualsiasi natura» e dell'offerta come «al pubblico»; dalla omissione non possono pertanto trarsi argomenti per postulare differenziazioni disciplinari.

Al centro del precetto si pone, a prima vista, la nozione di *valore mobiliare*. Il termine era già noto alla legislazione, essendo stato utilizzato in una norma logicamente contigua a quella in esame: si tratta dell'art. 2, u. c., l. b., in forza del quale «è soggetta ad autorizzazione dell'Ispettorato» (ora della Banca d'Italia ai sensi dell'art. 2 del d.l.C.p.S. 17 luglio 1947, n. 691) «ogni emissione di azioni, di obbligazioni, di buoni di cassa, di *valori mobiliari di ogni natura*, quando sia da realizzare a mezzo delle aziende soggette al controllo dell'Ispettorato o i relativi titoli si vogliano ammettere al mercato dei *valori mobiliari* nelle Borse del Regno». Alla locuzione, che ricalca quella francese di «valeurs mobilières», si attribuiva un significato analogo a quello corrente in Francia, e cioè quello di titoli di serie o di massa destinati al mercato (1).

Tuttavia, la medesima legge n. 77 introduce nella legge n. 216 un articolo (l'art. 18 *bis*), con cui si definisce la nozione di «valore mobiliare». Per esso è da intendersi «ogni documento o certificato che direttamente o indirettamente rappresenti diritti in società, associazioni, imprese o enti di qualsiasi tipo..., ogni documento o certificato rappresentativo di un credito o di un interesse negoziabile e non; ogni documento o certificato rappresentativo di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari, nonché ogni documento o certificato idoneo a conferire diritti di acquisto di uno dei valori mobiliari sopra indicati...». La formula va, evidentemente, ben al di là del concetto tradizionale. Essa è «di per sé idonea a consentire interpretazioni comprensive di ogni caso possibile»; «la norma vuole riferirsi ad ogni situazione soggettiva di cui vi sia comunque traccia documentale» (2).

Deve peraltro rilevarsi che l'art. 18 *bis* introduce la definizione ai fini della «applicazione delle disposizioni di cui all'art. 18», senza riferirsi quindi anche all'art. 11. Ciò induce a ritenere che, ai fini dell'applicazione dell'art. 11, occorra la presenza di un «valore mobiliare» inteso nella sua accezione tradizionale (3).

---

(1) G. VISENTINI, op. cit., p. 875. Sul concetto, v. PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967, p. 150; F. CHIOMENTI, *Il titolo di credito*, Milano, 1977, p. 203 ss.; G. CASTELLANO, *I titoli di massa*, in «Banca e borsa», 1987, I, p. 22 ss.

(2) B. LIBONATI, in *Le nuove leggi civili commentate*, 1984, p. 511. A tale commento (p. 508 ss.) si fa rinvio per una analisi delle singole previsioni in cui si dispiega l'art. 18-*bis*.

(3) In questo senso G. VISENTINI, op. cit., loco ult. cit.; incerto M. BUSSOLETTI, *Prime note a commento degli artt. 11 e 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, in «Riv. soc.», 1983, p. 463; *contra* LIBONATI, op. cit., p. 498, nota 16 e M. PORZIO, *I valori mobiliari tra Banca d'Italia e Consob*, in «Dir. banca finanz.», 1987, p. 385, i quali ritengono che la nozione amplissima di «valore mobiliare» di cui all'art. 18 *bis* possa valere anche ai fini dell'art. 11.

Questa conclusione appare accettabile, se si tien conto che la legge n. 77 — nell'apprestare una «disciplina generale per la raccolta del risparmio effettuata al di fuori dell'intermediazione bancaria» (1), che si articola in due forme di controllo distinte e parallele, l'una (art. 11) attribuita alla responsabilità della Banca d'Italia e l'altra (art. 12) a quella della Consob — non postula affatto l'identità dell'oggetto del controllo e, pertanto, non richiede all'interprete sforzi di omologazione di fattispecie al di là e contro la lettera delle norme.

Invero, anche a prescindere dalle importanti esclusioni di cui poi si dirà, l'ambito dei controlli di competenza rispettivamente della Banca d'Italia e della Consob tende a differenziarsi per effetto della diversità di funzioni.

Anzitutto, i controlli della Consob, essendo volti alla tutela informativa del risparmiatore-potenziale investitore (o disinvestitore), concernono le operazioni che si svolgono tanto sul mercato primario quanto sul mercato secondario. I controlli della Banca d'Italia, invece, attenendo alla regolazione dei flussi finanziari, riguardano esclusivamente il mercato primario, come risulta chiaro dalla lettera della disposizione, che si riferisce alle «emissioni» (2); la ragione è che, se i valori mobiliari sono già in circolazione, il flusso finanziario si è già verificato. Ad evitare elusioni, peraltro, l'art. 11 assoggetta a controllo anche il collocamento «indiretto» fra il pubblico, il caso cioè in cui l'emissione sia sottoscritta da uno o più soggetti con l'intento di offrirla successivamente al pubblico; ciò che rileva è, qui, il carattere unitario del procedimento, strutturato in più negozi tra loro collegati e preordinato fin dall'inizio all'offerta al pubblico dei valori mobiliari.

Inoltre, i controlli della Consob possono ritenersi estesi anche a quelle fattispecie in cui il sollecitante offre, anziché direttamente un investimento del risparmio, la prestazione dei propri servizi professionali nella scelta dei futuri investimenti e, a questo scopo, ottiene l'affidamento di somme di denaro o di titoli (è questo il caso dell'offerta di servizi di gestione di patrimoni mobiliari da parte di società fiduciarie o di altri soggetti). Tali fattispecie — che pur configurano una sollecitazione del pubblico risparmio, nell'ampio senso di cui all'art. 18 *ter* della l. n. 216 (3) — sembrano invece esulare dalla previsione dell'art. 11 dato che la prestazione di servizi non dà luogo di per sé a un flusso finanziario, che potrebbe invece derivare — e sarà allora rilevante ai fini del controllo — dalla emissione di titoli da parte di terzi la cui offerta sia indirizzata al soggetto incaricato della gestione (4).

Il concetto stesso di «offerta al pubblico» può del resto essere inteso diversamente nei due sistemi di controllo, tenuto conto delle loro rispettive finalità. Così, può ritenersi superflua la tutela informativa assicurata dall'obbligo di comunicazione e redazione del prospetto di cui agli artt. 18 ss. della l. n. 216 allor-

---

(1) B. LIBONATI, op. cit., p. 494.

(2) Cfr. M. PORZIO, op. cit., p. 385.

(3) Su questa norma cfr. ancora B. LIBONATI, op. cit., p. 506 ss.

(4) La tesi sostenuta nel testo — secondo cui dovrebbe ritenersi come fatta «al pubblico», ai fini del controllo ex art. 11, l'offerta di titoli indirizzata a un intermediario che offre al pubblico il proprio servizio di gestione di patrimoni mobiliari, poiché essa mira sostanzialmente a un collocamento dei titoli stessi fra il pubblico — non solo corrisponde alla realtà economica dell'operazione ipotizzata, ma consentirebbe di reprimere comportamenti elusivi, che l'esperienza ha segnalato (si pensi al collocamento di titoli fra il pubblico mediante tecniche di gruppo, che affidino a una società fiduciaria il compito di collocare nei portafogli gestiti titoli emessi dalla società che controlla la fiduciaria stessa ovvero da una società soggetta a comune controllo).

ché l'offerta sia rivolta ad investitori «s sofisticati», vale a dire attrezzati per la loro specifica organizzazione e professionalità a ricercare autonomamente l'informazione necessaria alla valutazione del rischio dell'investimento (1); laddove un siffatto ordine di considerazioni sarebbe evidentemente fuori di luogo allorché si tratti di stabilire se l'offerta è soggetta ai controlli della Banca d'Italia, per i quali ciò che rileva è che l'offerta entri in concorrenza con tutte le altre che si svolgono in un certo momento sul mercato primario dei valori mobiliari e sia per ciò idonea ad incidere sulla direzione dei flussi di risparmio monetario verso investimenti finanziari.

---

(1) Cfr. il richiamo agli «investitori istituzionali», contenuto nella Comunicazione della Consob 87/10573 del 15.6.1987 e, negli ordinamenti inglese e statunitense, l'individuazione da parte di norme di legge o subprimarie di categorie di investitori «s sofisticati» (v. negli USA la Regulation D emanata dalla SEC in applicazione della Sec. 4 (2) del Securities Act del 1933).

### 3. Le fattispecie escluse dal controllo

Le fattispecie escluse sono elencate nel 3° e 5° comma dell'art. 11 ed ancora nel 1° e nel 2° comma dell'art. 14. «In modo disordinato», scrive Visentini (1); ma c'è forse una qualche logica in questo disordine.

Per le prime due ipotesi previste all'art. 11, 3° comma, la *ratio* dell'esclusione è chiarissima: è quella di evitare duplicazioni dei procedimenti di controllo. Si tratta delle emissioni di valori mobiliari già assoggettate ad autorizzazione della Banca d'Italia ai sensi degli artt. 2, 44 e 45 della legge bancaria (2) e delle emissioni di azioni e obbligazioni «già assoggettate ad autorizzazione ai sensi delle leggi vigenti», vale a dire quelle che, per essere di importo superiore a 10 miliardi, sono soggette ad autorizzazione del Ministero del Tesoro sentita la Banca d'Italia ai sensi dell'art. 21 della legge 4 giugno 1985, n. 281 (che ha sostituito la legge n. 428 del 1955, vigente all'epoca dell'emanazione della legge n. 77).

La medesima *ratio*, secondo un'autorevole opinione, ricorrerebbe anche per la terza ipotesi di cui al comma in esame, e cioè per l'emissione di quote di fondi comuni di investimento mobiliare aperti di diritto italiano, dato che per essi «è già previsto un controllo più penetrante di quello stabilito dall'art. 11» (3). E' presumibile che fosse questa la convinzione di chi ha redatto la norma; peraltro, a rigore, le disposizioni che disciplinano i fondi (artt. 1-10 della medesima legge n. 77) non attribuiscono all'Autorità di vigilanza poteri di dimensionamento delle emissioni, salvo quello di cui all'art. 3, 4° comma — che presuppone però l'esistenza di «circostanze eccezionali attinenti all'andamento del mercato finanziario» — di «sospendere o limitare temporaneamente sia l'emissione di nuove quote di partecipazione sia il rimborso delle quote emesse». Pertanto, sempre a rigore, l'applicazione dell'art. 11 non avrebbe dato luogo ad una duplicazione di controllo. Preferirei quindi giustificare l'esclusione con una ragione diversa, e cioè con la considerazione che il flusso finanziario indotto dall'emissione delle quote dei fondi è in realtà un flusso «di secondo grado», dato che le somme così raccolte vengono investite in titoli la cui emissione è di per sé, almeno di norma, soggetta a controllo (4).

Diversa è la *ratio* che è alla base della esclusione, disposta dal 5° comma, per i titoli di Stato o garantiti dallo Stato. Per essi, la compatibilità dell'emissione con le «esigenze di controllo della quantità e della composizione dei flussi finanziari» (cfr. il 4° comma dell'art. 11) è già valutata dal Tesoro al momento in cui decide (e, prima ancora, programma) le emissioni o il rilascio delle garanzie.

---

(1) G. VISENTINI, op. cit., p. 877.

(2) Vale a dire: *a)* le emissioni di valori mobiliari di ogni natura, tipici o atipici, da collocare con l'ausilio del sistema bancario o destinati alla quotazione di borsa (art. 2, u. c.); *b)* le obbligazioni emesse dagli istituti di credito speciale (art. 44); *c)* le nuove emissioni di azioni e obbligazioni già quotate in borsa (art. 45).

(3) B. LIBONATI, op. cit., p. 503.

(4) La considerazione fatta nel testo, che era certamente corretta al momento dell'emanazione della norma, tende però a perdere di validità man mano che il processo di revisione delle restrizioni valutarie apre ai fondi comuni spazi sempre più ampi di libertà di investimento in titoli emessi e collocati all'estero, e pertanto non assoggettati ad alcuna forma di controllo in Italia.

Più in generale, la liberalizzazione valutaria e l'integrazione dei mercati finanziari rappresentano eventi di tale portata da imporre un ripensamento di tutto il sistema dei controlli amministrativi sulle emissioni di valori mobiliari, sistema foggato con implicito ma indiscutibile riferimento a un mercato finanziario sostanzialmente isolato.

D'altro canto, si tratta, per loro natura economica, di emissioni che debbono essere collocate a preferenza di ogni altra; detto in termini diversi, è l'esercizio della discrezionalità amministrativa nell'esplicazione del potere di dimensionamento di tutte le altre emissioni che deve tener conto del vincolo costituito dalle necessità di finanziamento del Tesoro e degli enti pubblici le cui obbligazioni sono garantite dal Tesoro.

Ancora diversa è la *ratio* dell'esclusione, operata dall'art. 14, 1° comma, relativa «agli aumenti di capitale e alle emissioni obbligazionarie che ai sensi delle leggi vigenti non sono assoggettate all'obbligo di comunicazione preventiva». Si tratta delle emissioni azionarie e obbligazionarie che l'art. 21 della l. n. 281 sottrae al proprio ambito di applicazione, perchè di importo inferiore alla soglia quantitativa minima, pari, come già detto, a 10 miliardi. L'esclusione si spiega quindi agevolmente: si tratta di flussi finanziari già valutati dalla legge come irrilevanti ai fini del controllo.

C'è piuttosto da osservare che la formula di esclusione non si sovrappone perfettamente alla previsione dell'art. 21, la quale ha riguardo anche alle emissioni di azioni in sede di costituzione delle società. Si tratta presumibilmente di una mera dimenticanza, dovuta alla desuetudine in cui è caduto il procedimento di costituzione della società per pubblica sottoscrizione (art. 2333 ss. c.c.) che rappresenterebbe la forma giuridica di un'offerta al pubblico di azioni da emettersi in sede di costituzione della società; in pratica, anche quando si intende costituire una società con l'intento di diffonderne le azioni tra il pubblico, si procede ad una costituzione simultanea con un capitale limitato e si delibera successivamente un aumento di capitale da offrirsi al pubblico, aumento che è escluso dal controllo ex art. 11, perchè assoggettato o viceversa escluso dal controllo ex art. 21 della l. n. 281. Comunque, sussistendo la medesima *ratio*, l'esclusione di cui all'art. 14, 1° comma può ritenersi analogicamente applicabile anche alla ipotesi della costituzione per pubblica sottoscrizione.

Infine, non razionalmente spiegabile è l'esclusione, di cui all'art. 14, 2° comma, delle obbligazioni e buoni fruttiferi emessi dalle società esercenti la vendita a rate di autoveicoli. Il fatto che tali emissioni siano autorizzate dal Tesoro non giustifica l'esclusione, perchè detta autorizzazione — come risulta chiaro dall'art. 29 del r.d.l. n. 436 del 1927, convertito in l. 19 febbraio 1928, n. 510 — ha soltanto la funzione di consentire una deroga al limite del capitale di cui all'art. 2410 u.c. c.c. Se si considera poi che l'esclusione vale anche nei confronti dei controlli di competenza della Consob, ne risulta rafforzato il convincimento che trattasi di norma di privilegio, introdotta *contra tenorem rationis*.

#### 4. L'art. 11 come elemento di un complesso normativo di controlli sull'emissione di valori mobiliari

L'analisi delle fattispecie sottratte all'applicazione dell'art. 11 induce a due importanti considerazioni.

La prima è che l'area di esclusione comprende praticamente tutti i titoli tipizzati dalla legge, e cioè: *a*) i titoli societari disciplinati dal codice civile (azioni e obbligazioni, comprese quelle convertibili) per il combinato disposto dell'art. 11, 3° comma e 14, 1° comma; *b*) i titoli di Stato (art. 11, 5° comma); *c*) le obbligazioni emesse dagli istituti di credito speciale, in quanto soggette ad autorizzazione della Banca d'Italia ex art. 44 l.b. (art. 11, 3° comma); *d*) le obbligazioni emesse da enti pubblici, sia garantite dallo Stato (art. 11, 5° comma) sia non garantite, perchè i modi del loro collocamento le rendono praticamente sempre soggette ad autorizzazione della Banca d'Italia ex art. 2, u.c., l. b. (art. 11, 3° comma); *e*) le quote dei fondi comuni di investimento mobiliare aperti di diritto italiano, tipizzate dall'art. 3 della legge n. 77 (art. 11, 3° comma); *f*) i buoni fruttiferi emessi dalle società esercenti la vendita a rate di autoveicoli, previsti dall'art. 29 del r.d.l. n. 436 del 1927 (art. 14, 2° comma). Vi si devono aggiungere: *g*) i certificati di deposito e i buoni fruttiferi emessi da aziende e istituti di credito, come pure *h*) i titoli simili alle azioni (quote di partecipazione e quote di risparmio) emessi da enti pubblici creditizi (cfr. l'art. 48 della legge 4 giugno 1985, n. 281), in applicazione analogica dell'art. 11, 3° comma, dato che per la loro emissione è «comunque prevista altra forma di controllo da parte delle autorità monetarie tale da consentire anche il perseguimento degli obiettivi» cui l'art. 11 è preordinato (così il d. m. 8 settembre 1983, con il quale il Ministro del Tesoro ha adottato in via di urgenza e con i poteri del CICR la direttiva prevista dall'art. 11, 4° comma).

L'unica categoria di valori mobiliari nominati (e peraltro non tipizzati) dalla legge che resta soggetta al controllo ex art. 11 è, se non m'inganno, quella dei titoli (c.d. fedi) emessi dagli enti di gestione fiduciaria ai sensi dell'art. 45 del d. P. R. 13 febbraio 1959 n. 449, T. U. delle leggi sulle assicurazioni private; si tratta peraltro di categoria destinata a sparire, per effetto della trasformazione o soppressione di detti enti, disposta con il d.l. 16 febbraio 1987, n. 27, convertito con l. 13 aprile 1987, n. 148.

Da tutto ciò risulta dimostrato il carattere residuale della disciplina posta dall'art. 11 o, se si preferisce, il suo carattere di disciplina generale limitatamente però ai valori mobiliari non tipizzati dalla legge.

La seconda considerazione attiene alla possibilità di coordinare in sistema i controlli delle Autorità monetarie e creditizie sulla emissione di valori mobiliari.

La norma in esame stabilisce che la procedura è volta, esclusivamente, al «controllo dei flussi finanziari» (1° comma) e, più precisamente, al «controllo della quantità e composizione dei flussi finanziari» (4° comma). Ma siffatte formule indicano l'oggetto del controllo — vale a dire i «flussi finanziari» indotti dall'emissione di valori mobiliari offerti al pubblico — e solo per implicito la sua finalità. Il rinvio, operato dal 4° comma, alle «direttive generali stabilite dal CIPE e dal CICR» consente di ritenere che la finalità del controllo possa essere precisata dai due Comitati interministeriali.

Né l'uno né l'altro Comitato risulta abbiano assunto deliberazioni specifiche in materia. Peraltro il Ministro del tesoro si è avvalso, in via d'urgenza ai sensi dell'art. 14 l. b., dei poteri del CICR per stabilire i criteri dell'intervento della Banca d'Italia: questa deve perseguire l'obiettivo «di assicurare un equilibrato andamento del mercato finanziario con riguardo sia alla quantità sia alla composizione dei flussi finanziari coerentemente con gli obiettivi generali di politica economica»; inoltre viene precisato che, ai fini della valutazione dell'incidenza dell'emissione sull'equilibrio del mercato finanziario, assumono rilievo non solo le dimensioni, ma anche le «caratteristiche» della stessa (rendimento, durata, eventuali indicizzazioni, ecc.) (1).

E' ovvio che la finalità suddetta può essere perseguita solo con un controllo esteso a tutte le emissioni di valori mobiliari da collocarsi fra il pubblico, di cui i c.d. titoli atipici rappresentano, in termini relativi, un comparto quantitativamente assai modesto. E' agevole da ciò dedurre che i procedimenti alternativi, la cui attivazione è esclusiva di quella dell'art. 11, debbono ritenersi volti al medesimo obiettivo o, per lo meno, *anche* al medesimo obiettivo.

Questa constatazione consente di gettar luce sulle funzioni delle autorizzazioni di competenza della Banca d'Italia ex artt. 2, u.c., e 45 l.b. e del Ministero del Tesoro ex art. 21 della l. n. 281 del 1985. Circa la prima, la legge tace; circa la seconda, la finalizzazione indicata è quella di «assicurare la stabilità del mercato dei valori mobiliari». La conclusione, che appare necessitata, è che almeno uno degli obiettivi che la Banca d'Italia deve perseguire nel rilascio delle autorizzazioni ex artt. 2, u.c. e 45 l.b., è quello del controllo dei flussi finanziari ai fini di un equilibrato andamento del mercato finanziario; e che l'obiettivo della stabilità del mercato mobiliare, che il Tesoro deve perseguire con l'autorizzazione ex art. 21 della l. n. 281, comprende in sé anche quello del suo equilibrato andamento (2).

In definitiva, i tre procedimenti costituiscono un *sistema* di controllo dei flussi finanziari, pur se due di essi sono preordinati o comunque utilizzabili anche per obiettivi diversi o più ampi.

---

(1) Su tale decreto v. criticamente G. VISENTINI, op. cit., p. 871 e ss. Osserverei però a difesa della legittimità del provvedimento che, per quanto concerne l'attivazione della procedura d'urgenza, prevista della legge bancaria per i provvedimenti di competenza del CICR ivi contemplati, essa sembra giustificata dal carattere sostanzialmente integrativo dell'art. 2, u.c. l.b. che deve essere attribuito all'art. 11 della l. n. 77.

(2) Per una più ampia discussione sul punto cfr. F. CARBONETTI, op. cit., p. 488 ss. La ricostruzione ivi proposta — che è il frutto di un tentativo di intendere secondo un canone di coerenza sistematica un complesso di norme che certamente concorrono nel regolare il fenomeno della emissione di valori mobiliari e che pertanto vanno ricondotte quanto meno a un «microsistema», nel senso che Irti dà alla parola: cfr. da ultimo, N. IRTI, *I frantumi del mondo (sull'interpretazione sistematica delle leggi speciali)* in «Quadrimestre», 1984, p. 225 ss. — è stata peraltro criticata da P. G. MARCHETTI, *La nuova disciplina dell'autorizzazione alle emissioni di azioni ed obbligazioni*, in «Banca e Borsa», 1986, I, p. 302 e da M. PORZIO, op. cit., p. 390, il quale sembra ritenere insuperabili in via interpretativa le contraddizioni e le incoerenze poste in luce dall'«inventario» delle autorizzazioni di competenza delle Autorità creditizie (p. 393).

## 5. Disomogeneità dei procedimenti di controllo

La conclusione cui si è appena pervenuti si accompagna peraltro alla constatazione della disomogeneità dei tre procedimenti, di cui è difficile dare una giustificazione razionale.

In tutti e tre è coinvolta la Banca d'Italia, ma in due casi come unica Autorità competente, in un terzo (quello dell'art. 21) con un ruolo meramente consultivo nei confronti del Tesoro.

Un potere di direttiva del CICR (e, inoltre, del CIPE) è esplicitamente previsto dall'art. 11 e può esser considerato sussistente anche per le autorizzazioni previste dagli artt. 2, u.c. e 45 l.b. sulla base delle generali previsioni di cui all'art. 13 l.b. e 2, 2° comma, d.l.C.p.S. 17 luglio 1947, n. 691. Per contro, l'intervento del CICR previsto dalla legge n. 428 del 1955 è stato ora eliminato dall'art. 21 della l. n. 281 del 1985.

In due casi il provvedimento ha natura autorizzatoria, ma solo in quello di cui all'art. 21 l'autorizzazione può assumere la forma del silenzio-assenso, laddove l'autorizzazione prevista dalla legge bancaria deve essere esplicita. Nel terzo caso, quello dell'art. 11, non si ha un'autorizzazione in senso tecnico, ma solo un obbligo di comunicazione a carico dell'emittente e l'attribuzione alla Banca d'Italia di un potere di ordine, e precisamente di riduzione dell'ammontare dell'emissione; il silenzio della Banca d'Italia non configura perciò un'autorizzazione tacita, ma è soltanto l'espressione della scelta discrezionale di non utilizzare il potere (1).

Differenze vi sono inoltre sotto il profilo sanzionatorio: gli artt. 2 e 45 l. b. non sono assistiti da sanzioni penali; la violazione dell'art. 21 è punita con l'ammenda da un minimo di dieci milioni ad un massimo della metà del valore totale dell'operazione; ancor più rigida la sanzione per la violazione dell'art. 11, che consiste nell'ammenda da un quarto alla metà del valore totale dell'operazione (art. 18, u.c. della legge n. 216 del 1974, così come riformulato dall'art. 12 della l. n. 77, richiamato dal 6° comma dell'art. 11).

Si tratta, con tutta evidenza, di materia che richiede un impegno legislativo di razionalizzazione (2).

---

(1) Sugli aspetti procedurali, sui quali non ci si sofferma, cfr. B. LIBONATI, op. cit., p. 498 e ss.; G. VISENTINI, op. cit., p. 871 e ss.

(2) Più ampie considerazioni *de iure condendo* in F. CARBONETTI, op. cit., p. 515 e ss.

## 6. Effetti del controllo: lo «smascheramento» dell'atipico

Nella prassi applicativa dell'art. 11 (1) la funzione di controllo quantitativo non ha avuto praticamente rilievo: le dimensioni del fenomeno dell'emissione di titoli atipici si sono rapidamente ridotte non per interventi della Banca d'Italia volti a limitare d'imperio l'ammontare delle emissioni stesse, bensì per effetto di un complesso di fattori, in parte economici (declino dell'inflazione, andamento flessivo dei valori degli immobili, cui parecchi titoli atipici erano direttamente o indirettamente legati), in parte psicologici (crisi di sfiducia a seguito di dissesti di alcuni gruppi che avevano fatto largo ricorso a siffatte emissioni), ma in parte anche connessi proprio all'introduzione di forme pubbliche di controllo.

Che uno dei più importanti fattori della innovazione finanziaria sia costituito dall'interesse ad aggirare discipline restrittive è stato da tempo riconosciuto dalla dottrina economica (2). Tra operatori ed Autorità di controllo si instaura una dialettica, che vede i primi tentare di sfuggire alle regolamentazioni e le seconde reagire introducendo nuove regole o rendendo più stringente l'applicazione di quelle esistenti. Ciò induce gli operatori ad escogitare forme sempre nuove di attività, che si collocano ai margini di quelle regolate o ne occupano gli interstizi.

Questo gioco di *hide and search* può contribuire a spiegare il rapido successo dell'atipico e il suo carattere però effimero. Il primo effetto della introduzione di controlli pubblici, affidati alla Banca d'Italia e alla Consob, è stato quello di rendere conoscibile il fenomeno; ciò è stato sufficiente a indurre gli operatori a rinunciare, spontaneamente o sotto la pressione delle Autorità, a quelle forme di attività che più vistosamente invadevano settori riservati per legge (quello bancario, quello dei fondi comuni di investimento) o comunque soggetti a una regolamentazione rigida (obbligazioni). L'atipico sopravvive ancora, ma è divenuto ormai fenomeno modesto e, sembrerebbe, progressivamente declinante (3).

---

(1) Sulla quale cfr. A. P. SODA, *Efficienza ed omogeneità dei controlli sulle nuove forme di intermediazione finanziaria*, in «Bancaria», 1985, p. 7 e ss.

(2) Sulla «circumventing financial innovation» v. la descrizione e l'analisi fatte nella pubblicazione curata dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, *Recent innovation in international banking*, Basilea, 1986. Per la situazione italiana cfr. G. VISENTINI, *Operazioni atipiche di finanziamento con emissione di titoli in serie*, in «Banche e banchieri», 1979, p. 23 ss.; B. LIBONATI - G. VISENTINI (a cura di), *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, Milano, 1980; B. BIANCHI - R. MARCELLI - V. MEZZACAPO, *Recenti fenomeni di intermediazione finanziaria con emissione di titoli atipici: forme, dimensioni e disciplina*, in «Contributi alla ricerca economica», Banca d'Italia, Roma, 1982, nonché in «Riv. soc.», 1982, p. 1256 ss.; F. ASCARIELLI, *Operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, Firenze, 1984; G. DE NOVA - E. GERILLI - G. TRIMONTI - G. VISENTINI, *Nuove forme di impiego del risparmio e di finanziamento delle imprese: disciplina civile e fiscale*, Milano, 1984; R. COSTI, *Le istituzioni finanziarie degli anni ottanta*, Bologna, 1984, *passim* e specialmente p. 235 ss.; P. L. FABRIZI, *L'innovazione finanziaria e i controlli pubblici: l'esperienza dei titoli atipici*, in «Banca impresa», 1985, p. 231 ss.; E. COTTA RAMUSINO, *Note sull'innovazione finanziaria*, in «Riv. it. leasing», 1987, p. 89 ss.; C. CARANZA - C. COFFARELLI, *L'innovazione finanziaria in Italia: un processo disuguale*, in AA.VV., *Teoria monetaria e banche centrali*, Napoli, in corso di pubblicazione.

(3) Si che si è parlato di «crepuscolo dei titoli atipici»: vedi P. SPADA, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, in «Banca borsa», 1986, I, p. 13.

## 7. L'emissione di certificati di partecipazione come fenomeno elusivo della disciplina delle obbligazioni

L'effetto principale del controllo della Banca d'Italia, al pari di quello della Consob, è stato pertanto quello di smascherare tecniche giuridiche utilizzate per svolgere, in forma atipica, funzioni sostanzialmente riconducibili ad istituti tipici. Per usare un'immagine nata in altro contesto, il controllo è servito ad una sorta di *piercing the veil*.

Significativa sotto questo profilo è stata la vicenda relativa ai c.d. certificati di partecipazione, risultati spesso essere in realtà strumenti elusivi della rigorosa disciplina della emissione dei titoli obbligazionari (limite quantitativo del capitale: art. 2410 c.c.; controllo di legittimità: art. 2411 c.c.; controlli amministrativi: legge n. 428 del 1955 allora vigente ed ora art. 21 della legge n. 281 del 1985).

Si spiega così la previsione contenuta nel già citato d.m. 8 settembre 1983, in cui tra l'altro si stabilisce: «La Banca d'Italia accerterà preliminarmente che i titoli oggetto della comunicazione rientrano tra quelli previsti dall'art. 11 della legge n. 77/1983. In particolare, qualora l'emissione presenti caratteristiche sostanzialmente riconducibili a quelle di un prestito obbligazionario, la Banca d'Italia farà presente all'emittente che non si rende applicabile la disciplina di cui alla predetta norma, bensì quella prevista per le emissioni obbligazionarie».

La distinzione, sotto il profilo giuridico, tra obbligazioni e certificati di partecipazione (1) corre parallela a quella fra il contratto di mutuo e quello di associazione in partecipazione. Sulla base della relativa disciplina (artt. 1813 e ss. e, rispettivamente, artt. 2549 e ss.), può dirsi che la distinzione è netta in due casi, più labile in un terzo. Precisamente:

- a) se chi apporta il capitale partecipa non solo agli utili, ma anche alle perdite, si è certamente in presenza di una associazione in partecipazione;
- b) se chi apporta il capitale non solo non partecipa alle perdite, e quindi ha un diritto incondizionato al rimborso del capitale stesso, ma fruisce anche di un diritto di ricevere un qualsiasi *plus*, si è certamente in presenza di un mutuo;
- c) se chi apporta il capitale non partecipa alle perdite, ma partecipa all'utile, sempre che un utile vi sia, la fattispecie può essere costruita tanto come associazione in partecipazione quanto come mutuo (c.d. parziario).

In questa terza ipotesi si deve ricorrere ad un ulteriore criterio distintivo, che è quello della esistenza di un potere di controllo del finanziatore sulla gestione dell'impresa o affare al cui utile egli partecipa. Invero, l'attribuzione di un potere di controllo sulla gestione è compatibile con lo schema dell'associazione in partecipazione (art. 2552 c.c.), non con quello del mutuo.

Va tuttavia ulteriormente precisato il concetto di «controllo». L'art. 2552 c.c. — dopo aver stabilito al secondo comma che «il contratto può determinare

---

(1) Si prescinde, nell'esame dell'argomento, dalle questioni relative alla incorporabilità dei diritti dell'associato in un titolo ed alla riconducibilità di tale titolo alla categoria dei titoli di credito. Su ciò cfr., da ultimo, B. LIBONATI, *Titoli atipici e non (i certificati di associazione in partecipazione)*, in «Banca borsa», 1985, I, p. 468 e ss.

quale controllo possa esercitare l'associato sull'impresa o sullo svolgimento dell'affare per cui l'associazione è stata contratta» — dispone al terzo comma che «in ogni caso l'associato ha diritto al rendiconto dell'affare compiuto, o a quello annuale della gestione se questa si protrae per più di un anno». D'altro canto, anche nel caso del mutuo parziario e, quindi, del titolo obbligazionario c.d. partecipante, il mutuante e l'obbligazionista hanno certamente diritto a un rendiconto, dal quale risulti se e in che misura siano stati prodotti utili ai quali essi hanno titolo a partecipare.

Sembra, quindi, che l'elemento distintivo tra associazione in partecipazione con clausola di esclusione dalle perdite e mutuo parziario debba consistere nella previsione di un potere di controllo sulla gestione dell'associante più intenso del semplice diritto al rendiconto. In tal senso si è espressa la Cassazione (1) che ha ritenuto rilevante a questo fine un «controllo sulla gestione dell'azienda che non (sia) meramente contabile».

Traendo le conseguenze di quanto si è detto finora, si deve ritenere che non siano qualificabili come titoli atipici della categoria «certificati di partecipazione», bensì come obbligazioni, quei certificati che:

- a) attribuiscono all'associato, oltre che il diritto al rimborso dell'apporto, un qualsiasi vantaggio patrimoniale predeterminato;
- b) attribuiscono all'associato il diritto al rimborso dell'apporto e alla partecipazione agli utili eventuali e non prevedano in suo favore un potere di controllo sulla gestione diverso dal semplice rendiconto.

La conclusione che precede trova conforto anche nella normativa fiscale (art. 10, secondo comma, del d.l. 30 settembre 1983, n. 512 convertito con legge 25 novembre 1983, n. 649) la quale prevede che, ai fini tributari, «si considerano similari alle obbligazioni ... i titoli in serie o di massa aventi scadenza fissa non inferiore a diciotto mesi che contengono l'obbligazione di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata e non attribuiscono ai possessori alcun diritto di partecipazione diretta o indiretta alla gestione dell'impresa emittente o dell'affare in relazione al quale siano stati emessi né di controllo sulla gestione stessa».

Il medesimo problema si pone e va analogamente risolto quando, secondo una delle tecniche giuridiche che contraddistinguono l'innovazione finanziaria, una operazione economica unitaria venga frantumata in una serie di negozi tra loro collegati, mediante attribuzione dei singoli rapporti da essi nascenti a una pluralità di soggetti appartenenti al medesimo gruppo societario.

E' questo il caso, riscontrato nell'esperienza, dei c.d. certificati di partecipazione finanziaria, vale a dire quei certificati che rappresentano il diritto dell'associato in un affare di finanziamento.

Per questa categoria di titoli, poichè l'«affare» consiste in una o più operazioni di finanziamento, i diritti dell'associato sono completamente predeterminati in termini sia di rimborso del capitale sia di rendimento, coincidendo con

---

(1) Cass. 22 febbraio 1957, in «Banca e borsa», 1957, II, 341.

quelli previsti nel contratto di finanziamento tra associante e terzo finanziato. Manca quindi quell'elemento di alea che è connaturato al contratto di associazione in partecipazione, o per meglio dire l'alea che esiste è soltanto quella, tipica del contratto di mutuo, relativa alla solvibilità del terzo finanziato.

In termini descrittivi, il certificato di associazione in partecipazione emesso dall'associante A all'ordine dell'associato B in un affare di mutuo al terzo finanziato C può considerarsi equivalente ad un'obbligazione emessa da C e collocata, con l'intermediazione di A, presso il sottoscrittore B.

Naturalmente, l'equivalenza è solo economica e non giuridica. Ma l'utilizzo di schemi giuridico-formali di per sé leciti (associazione in partecipazione) per conseguire un risultato pratico vietato dalla legge (emissione di obbligazioni in violazione dei limiti quantitativi e dei controlli per esse previsti) assume rilievo giuridico sotto il profilo della frode alla legge (art. 1344 c.c.).

Ciò appare con particolare evidenza quando l'associante-finanziatore A e il finanziato C siano due società appartenenti al medesimo gruppo. Se unico è il soggetto economico, l'operazione formale di finanziamento tra le due società del gruppo appare priva di autonoma giustificazione ed invece preordinata a creare uno schermo fra il destinatario dei fondi (la società C) e il datore dei fondi (l'associato B, la cui posizione viene frazionata nei certificati di partecipazione collocati fra il pubblico), allo scopo di aggirare la disciplina cogente dell'emissione di obbligazioni.

## 8. Emissione di titoli atipici e riserva dell'attività bancaria

La questione dell'esercizio del controllo ex art. 11 in funzione della repressione di fenomeni di aggiramento della disciplina imperativa sulla emissione di obbligazioni può anche essere vista come un aspetto di una più generale questione, che attiene al rapporto fra emissione di titoli atipici e riserva dell'attività bancaria.

Invero, l'emissione di obbligazioni costituisce la «forma» (cfr. l'art. 1 l.b.) di raccolta tipica di una delle due grandi categorie di imprese bancarie, quella degli istituti di credito speciale. Se un'impresa esercente attività di credito, ma non autorizzata all'attività bancaria (ad esempio una società di leasing), potesse finanziarsi sistematicamente e illimitatamente mediante collocamento di proprie obbligazioni tra il pubblico, essa in nulla si distinguerebbe da un istituto di credito speciale. Nel nostro sistema, il limite quantitativo correlato al capitale (art. 2410 c.c.) consente di fornire il criterio discrezionale fra la società che esercita il credito senza essere banca e la società bancaria: quest'ultima si caratterizza rispetto alla prima per il fatto di poter collocare fra il pubblico proprie passività (in forma di depositi se è un'azienda di credito, in forma di obbligazioni se è un istituto di credito speciale) in misura multipla rispetto al capitale (1).

Si comprende quindi l'importanza della repressione, in sede di controllo ex art. 11, della emissione di titoli atipici sostanzialmente equivalenti alle obbligazioni: essa infatti consente di impedire che per questa via venga invaso il settore di attività che la legge riserva alle imprese autorizzate ad esercitare l'attività bancaria e sottoposte alla relativa vigilanza.

Da quanto ora detto si deduce che la previsione sopra citata contenuta nella direttiva ministeriale dell'8 settembre 1983 ha carattere soltanto esemplificativo. Compete alla Banca d'Italia di verificare in generale che l'emissione di titoli atipici non rappresenti una forma di raccolta equivalente a quella bancaria; e quindi anche che l'emissione di titoli atipici non equivalga funzionalmente ad una raccolta di depositi.

Del resto, la medesima finalità — e cioè quella della tutela della riserva dell'attività bancaria — doveva ritenersi già compresa fra quelle perseguibili dalla Banca d'Italia nell'esercizio del potere autorizzatorio previsto dall'art. 2, u.c., della legge bancaria, disposizione questa che non a caso segue immediatamente un'altra — quella sull'abuso di denominazioni bancarie — che ha anch'essa chiaramente funzione di protezione della riserva.

La disciplina posta dall'art. 11 è appunto il frutto della presa di coscienza che il sistema di controlli previgente alla legge n. 77 del 1983 era divenuto inadeguato alla nuova realtà, caratterizzata dall'utilizzo da parte della «finanza alternativa» di canali di collocamento fra il pubblico diversi da quelli (il sistema bancario e la borsa) che la legge bancaria, tenendo conto della realtà dell'epoca, indica come presupposti dell'autorizzazione ivi prevista. Sotto questo profilo,

---

(1) Quella esposta nel testo non è l'unica *ratio* dell'art. 2410 c.c.: sul carattere plurifunzionale di questa norma, cfr. F. CARBONETTI, *Emissione di obbligazioni indicizzate e limite del capitale sociale*, in «Riv. soc.», 1984, p. 27 e ss.

l'art. 11 può considerarsi come la espressione di una evoluzione coerente del sistema di controlli imperniato sugli artt. 2 e 45 l.b. e sulla legge n. 428 del 1955 (ora art. 21 della legge n. 281 del 1985) in quanto colma le lacune dei primi non integrabili con la seconda: l'art. 11 assoggetta infatti a controllo l'emissione di valori mobiliari, diversi dalle azioni e dalle obbligazioni, per il cui collocamento tra il pubblico l'emittente si avvalga di canali diversi da quelli della banca e della borsa (come appunto si diceva *supra*, al par. 4).

Non è di ostacolo a questa concezione e quindi non pregiudica la legittimità dell'esercizio del controllo in funzione di salvaguardia della sfera di attività riservata alle banche la considerazione che l'art. 11 preordina il potere al «controllo della quantità e della composizione dei flussi finanziari». Tale finalizzazione non esclude certamente che la Banca d'Italia possa avvalersi del potere anche — e, si potrebbe dire, pregiudizialmente — per impedire che le emissioni diano luogo a forme di raccolta di risparmio tra il pubblico sostanzialmente equivalenti a quelle bancarie. Ciò per un duplice ordine di motivi: anzitutto, perchè in una competenza di controllo è sempre implicita la potestà di verificare che l'attività soggetta al controllo non configuri una violazione di norme, tanto più che nella specie tale violazione riguarderebbe direttamente l'ordinamento di settore affidato alle cure della medesima Autorità competente; in secondo luogo, perchè una netta demarcazione fra intermediazione bancaria e le altre forme di intermediazione finanziaria costituisce l'ovvio presupposto proprio del controllo sulla «composizione dei flussi finanziari» cui la norma in esame fa riferimento.

## 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.
- 19 — FRANCESCO CARBONETTI, *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, ottobre 1988.