

BANCA D'ITALIA

Quaderni di ricerca giuridica

della Consulenza Legale

**Note introduttive alla disciplina delle s.i.m.
e dell'organizzazione dei mercati finanziari**

di Francesco Capriglione



Numero 25 Giugno 1991

BANCA D'ITALIA

Quaderni di ricerca giuridica

della Consulenza Legale

**Note introduttive alla disciplina delle s.i.m.
e dell'organizzazione dei mercati finanziari**

di Francesco Caq

Numero 25 Giugno 1991

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, GIUSEPPE VITTIMBERGA, VINCENZO MEZZACAPO, LUIGI DESIDERIO.*

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

INDICE

	Pag.
1. Dal d.d.l. sulla "costituzione di società abilitate all'intermediazione in borsa" alla legge contenente la "disciplina dell'attività d'intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari	9
2. La legge n. 1 del 1991 nel collegamento agli orientamenti CEE e alle riforme legislative del sistema finanziario italiano	12
3. Le società d'intermediazione mobiliare	14
4. <i>Segue</i> : nozione di "gruppo di appartenenza" della s.i.m.	18
5. <i>Segue</i> : profili sanzionatori	21
6. Gli altri intermediari mobiliari	23
7. L'attività d'intermediazione mobiliare	26
8. <i>Segue</i> : il contratto come valore mobiliare	29
9. <i>Segue</i> : le gestioni di patrimoni	31
10. Il controllo pubblico sull'attività d'intermediazione mobiliare	33
11. Attività di negoziazione e organizzazione dei mercati mobiliari	38
12. Conclusioni	41

1. Dal d.d.l. sulla “costituzione di società abilitate all’intermediazione in borsa” alla legge contenente la “disciplina dell’attività d’intermediazione mobiliare e disposizioni sull’organizzazione dei mercati mobiliari”.

Dopo un travagliato *iter* parlamentare è stata al fine approvata la legge n. 1 del 1991 concernente la disciplina dell’attività di intermediazione mobiliare e contenente disposizioni sull’organizzazione dei relativi mercati; può così dirsi giunto a conclusione un intenso dibattito delle forze economiche e politiche sul ruolo e sull’efficienza dei mercati finanziari e, dunque, sull’esigenza di completarne la struttura.

La disciplina dei fondi comuni d’investimento (avutasi con la legge n. 77 del 1983) ed il consolidamento degli strumenti d’analisi e di proposta della Consob (conseguente alla legge n. 281 del 1985) favoriscono l’afflusso dei risparmiatori verso la borsa, determinando i presupposti per l’attuazione di una riforma del mercato azionario. Le caratteristiche di *mercato di massa*, che quest’ultimo tendenzialmente presenta, mettono in evidenza infatti le carenze della normativa vigente, inadeguata sul versante della regolamentazione vuoi degli intermediari che dei prodotti finanziari; da qui la necessità, sottolineata soprattutto in sede tecnica, di procedere ad una sua riorganizzazione, destinata ad accrescere la fiducia dei risparmiatori attraverso “garanzie di chiarezza delle condizioni contrattuali, di uniformità e semplicità degli adempimenti, di solvibilità delle controparti, di certezza nei tempi di esecuzione dei contratti” (1).

Tale obiettivo viene ritenuto perseguibile «soltanto attraverso la disciplina di tutti i segmenti di mercato», ipotizzandosi per tal via un disegno di riforma incentrato sull’affidamento della funzione di intermediazione a soggetti «autorizzati aventi ad oggetto sociale esclusivo l’esercizio di una o più attività d’intermediazione mobiliare» (2). Col superamento delle segmentazioni del mercato diviene possibile assicurare un maggior rispetto delle regole e, quindi, realizzare quelle modifiche dell’ordinamento borsistico richieste in un’opera di sostanziale ammodernamento delle relative strutture, che tenga conto cioè delle esigenze di fluidità e liquidità degli scambi, della reale dimensione delle negoziazioni di titoli quotati, dell’apertura all’innovazione tecnologica; in tale prospettiva appaiono individuabili soluzioni alle problematiche della concentrazione in borsa, della congiunzione tra l’attività di *broker* e quella di *dealer*, dell’impiego di strutture telematiche nella contrattazione continua (3).

L’intervento legislativo è volto inizialmente a disciplinare soltanto i soggetti abilitati all’intermediazione in borsa (4); esso, tuttavia, a seguito di integrazioni e modifiche succedutesi nel tempo, muta radicalmente la sua portata, conservando dell’originaria impostazione «solo l’approccio della disciplina, che è incentrata sulla costituzione di un nuovo

(1) Cfr. *Audizione* del capo del Servizio Mercati Monetario e Finanziario della Banca d’Italia, 6 luglio 1988, presso il Senato della Repubblica, 6^a Commissione permanente, riportata in “Documenti” della Banca d’Italia, n. 220, luglio 1988.

(2) Cfr. Consob, *Linee di un progetto per una riforma del mercato borsistico*, aprile 1987, in *Allegato alla Circ. dell’ABI*, n. 114, serie tecnica, del 18 maggio 1987.

(3) Cfr. CIOCCA, *La Borsa tra riforme, congiuntura e sviluppo*, in “Documenti” della Banca d’Italia, n. 212, marzo 1988.

(4) Cfr. *Atti Parlamentari*, X Legisl., Sen. della Rep., doc. n. 953.

intermediario» (1). Infatti, la identificazione dei tratti distintivi delle società di intermediazione mobiliare (s.i.m.) evidenzia l'intento di introdurre anche in Italia la «figura dell'intermediario polifunzionale» (2), figura non prevista nell'originario disegno; ciò a prescindere dal recupero a livello normativo di tutti i soggetti che operano nell'intermediazione in titoli, soggetti cui è estesa la *riserva di attività* riconosciuta alle s.i.m. e, dunque, la sottoposizione al sistema di controlli che ne assicurano la trasparenza e la stabilità.

La legge nella sua formulazione finale non si limita ad individuare le attività che le s.i.m. e gli altri intermediari, a queste affiancati, possono svolgere (fissando i principi generali che ne regolano l'esercizio), ad indicare le modalità di negoziazione nei mercati regolamentati (prescrivendo, tra l'altro, la concentrazione nei medesimi) o, infine, a prevedere provvedimenti cautelari, sanzioni amministrative (in presenza di irregolarità e/o di violazione di legge, di regolamento o di disposizioni impartite dalle autorità di vigilanza) e penali (ove si esercitino le attività di cui all'art. 1, comma 1, senza aver conseguito la prescritta autorizzazione o senza aver provveduto all'iscrizione all'albo di cui all'art. 3 ovvero per l'uso della denominazione di s.i.m.). I reali contenuti della normativa si allargano all'istituzione di un mercato per i contratti a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari, alla creazione di una nuova istituzione, quale il Consiglio di Borsa, nonché al riconoscimento di un'attività professionale che comporta la qualifica di *promotore di servizi finanziari* (3). Di ciò da atto la stessa rubrica ("Disciplina dell'attività d'intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari") e la suddivisione in titoli, il primo dei quali concernente la "Disciplina dell'attività d'intermediazione mobiliare" (artt. 1 - 19), il secondo avente ad oggetto "Disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari" (artt. 20 - 25), l'ultimo contenente "Disposizioni finali" (artt. 26 - 28).

Al di là di ogni possibile critica alla qualità del prodotto finale, la legge n. 1 del 1991 presenta l'innegabile pregio di aver colmato un vuoto del nostro ordinamento, ponendo le basi per una più immediata realizzazione di altre riforme destinate ad adeguare l'apparato normativo del Paese a quelle dei nostri *partners* comunitari. Prevedibile diviene, in tale contesto, il superamento di ogni ulteriore indugio nell'approvazione di altri provvedimenti in materia finanziaria tuttora all'esame del Parlamento (come quelli sull'OPA, sui fondi chiusi, etc.) volti ad assicurare indispensabili livelli di concorrenzialità ed efficienza del mercato, quali si richiedono in vista dell'ormai prossima integrazione europea (4).

Ciò non esclude, peraltro, incertezze e contraddittorietà nel sistema della legge. Queste sono state riscontrate, tra l'altro, con riferimento ora all'adozione di un criterio "fortemente bancocentrico" (5), ora alla difficile saldatura delle disposizioni *de quibus* al quadro

(1) Cfr. ANTONUCCI, *Nuove norme per l'intermediazione mobiliare*, in "Diritto della Banca e del Mercato Finanziario". 1989, p. 100.

(2) Cfr. *Atti parlamentari*, X Legislatura, Sen. della Rep., resoconto della seduta del 29 aprile 1989.

(3) Sulla disciplina dei promotori finanziari, cfr. ROPPO, *I promotori di servizi finanziari*, in "Le Società", n. 5 del 1991.

(4) Cfr. CAPRIGLIONE, *Evoluzione del sistema finanziario e riforme legislative*, in "Banca e borsa" 1991, I, p. 65.

(5) Cfr. MINERVINI, *S.i.m. e riorganizzazione del mercato mobiliare. Alcuni appunti su una legge difficile*, in "Il corriere giuridico", n. 2 del 1991, p. 131.

normativo preesistente (1), ora al coordinamento delle medesime con quelle contenute nella legge n. 287 del 1990, concernente la “tutela della concorrenza e del mercato” (2). A ciò aggiungasi l’individuazione di una complessa problematica di carattere fiscale originata dal possibile inserimento della s.i.m. in una struttura di gruppo, dalla variabilità (caso per caso) delle forme d’imposizione diretta, dai riflessi sulla determinazione della fiscalità a carico della clientela (3).

Analogamente dà adito ad indeterminatezza la strutturazione dello schema interventistico pubblico previsto dalla legge; quest’ultima fonda sull’«intesa» la definizione dei rapporti tra le diverse autorità di vigilanza, donde l’esigenza di forme di coordinamento nell’azione della Consob e della Banca d’Italia. Orbene, la normativa consente conclusioni che, come vedremo, solo formalmente possono ritenersi in linea con le opzioni sistematiche assunte a base del controllo, con un risultato finale che mina la coerenza dell’intera costruzione. Ciò a prescindere dalla considerazione che il legislatore, sul punto, sembra circoscrivere il suo intervento, limitandosi a dettare disposizioni di carattere generale e demandando, invece, la concreta regolamentazione di delicate materie tecniche alle competenti autorità di settore (che provvedono in sede di normazione secondaria).

(1) Cfr. FERRO LUZZI, intervento in “Il sole/24 ore” del 13 febbraio 1991.

(2) Cfr. MARCHETTI, *Antitrust una mina da disinnescare per le nuove società d’intermediazione*, intervento in “Il sole/24 ore” del 13 febbraio 1991.

(3) Cfr. TREMONTI, intervento in “Il sole/24 ore” del 13 febbraio 1991.

2. La l. n. 1 del 1991 nel collegamento agli orientamenti CEE ed alle riforme legislative del sistema finanziario italiano.

La legge n. 1 del 1991 denota lo sforzo dell'Italia di corrispondere alla creazione di un mercato mobiliare europeo integrato ed omogeneo in atto nella CEE; essa si configura, quindi, strumentale al superamento delle differenze strutturali tra il nostro sistema finanziario e quelli di altri paesi comunitari, differenze la cui persistenza rende difficilmente proponibile, sul piano delle concretezze, un'armonizzazione normativa. Rileva in proposito la prospettiva di una libera prestazione di servizi finanziari in ambito CEE; quest'ultima appare realizzabile sulla base del reciproco riconoscimento dell'autorizzazione accordata dallo Stato membro d'origine, si come previsto nella proposta modificata di direttiva del Consiglio relativa «ai servizi nel campo degli investimenti in valori mobiliari» (1).

Detta proposta di direttiva – in relazione alla necessità di garantire la «facoltà... di prestare servizi oltre frontiera», nonché all'opportunità di «liberalizzare l'accesso alla qualità di membri delle borse valori – introduce tra gli organismi finanziari la nuova figura dell'«impresa di investimento», oggetto della cui attività è, per l'appunto, la prestazione di «servizi d'investimento». Piuttosto che procedere ad una modifica dell'organizzazione dei singoli mercati, si è optato per una soluzione che innova la struttura degli intermediari; ovviamente, tale scelta normativa si ricollega al principio della libertà di stabilimento e, più in generale, alla consapevolezza che gli investitori, in un regime non vincolato di movimento dei capitali, potranno rivolgersi anche ad operatori stranieri.

Evidente la connessione della legge in esame con le indicazioni desumibili dagli orientamenti CEE. Come si precisa nei «considerando» della direttiva testè menzionata, infatti, le autorizzazioni rilasciate dalle competenti autorità nazionali alle imprese d'investimento «avranno portata comunitaria»; a fronte di una procedura elastica nella quale la presenza di imprese finanziarie italiane sui mercati esteri si fonda sul principio di mutuo riconoscimento, l'esigenza di dotare anche il nostro ordinamento di società d'intermediazione mobiliare è divenuta «ineludibile» al fine di evitare agli operatori nazionali «un ruolo marginale rispetto a quelli esteri» (2).

Da qui le numerose convergenze riscontrabili tra le s.i.m. e le «imprese d'investimento» comunitarie: dalla polifunzionalità degli intermediari, alla identificazione delle condizioni cui è subordinato il rilascio del provvedimento d'autorizzazione necessario per entrambe, agli obblighi imposti a coloro che acquistano una partecipazione qualificata nel relativo capitale, alla distinzione tra il patrimonio conferito in gestione dalla clientela e quello proprio dell'intermediario, alle situazioni di conflitto d'interesse, alla vigilanza pubblica, etc.. Viene in evidenza un sistema disciplinare che consente l'offerta unitaria ai risparmiatori di una pluralità di servizi d'investimento, ferma peraltro l'assunzione di misure volte ad impedire agli operatori finanziari facili sconfinamenti dal proprio oggetto sociale e, in generale, ad evitare (o, quanto meno, a ridurre) i rischi di destabilizzazione del mercato.

(1) Cfr. G.U.C.E. C 42 del 22 febbraio 1990.

(2) Cfr. Atti parl.. X Legisl.. Sen. della Rep., resoconto della seduta del 29 aprile 1989, cit..

Sotto altro profilo rileva la circostanza che l'approvazione della legge n. 1 del 1991 coincide con l'emanazione di altri importanti provvedimenti normativi (l. 30 luglio 1990, n. 218 e l. 10 ottobre 1990, n. 287) che segnano una svolta nella regolamentazione giuridica dei fenomeni finanziari. Detta circostanza non è casuale dovendosi ritenere ormai maturi i tempi per riformare la disciplina dei settori economici maggiormente coinvolti dal processo d'internazionalizzazione in corso. L'affermazione di una logica di mercato, conseguente al determinarsi della nuova realtà europea, si traduce in una maggiore apertura agli operatori; l'ordinamento, pur conservando le competenze autoritative degli organi preposti ai diversi comparti dell'economia, asseconda la tendenza liberalizzatrice implicita in detto processo. Ciò incide sui pregressi assetti istituzionali, mentre sotto un profilo funzionale rileva il venir meno delle forme di «direzione dell'attività» che, per lungo tempo, hanno caratterizzato l'intervento pubblico in *subiecta materia*.

Da qui la puntualizzazione, formulata in sede tecnica, secondo cui il legislatore italiano, accogliendo la sfida CEE con determinazione e con scelte di chiarezza, ha inteso definire attraverso siffatte leggi le linee portanti dell'«ordinamento con il quale l'Italia parteciperà al mercato europeo» (1). Una *unitarietà* di fondo ispira detto disegno strategico che non è contraddetto dalla destinazione della legge "Amato" alla disciplina di una fase di transizione del nostro sistema finanziario (potendosi, al riguardo, ravvisare il perseguimento di un obiettivo meramente «interno»), laddove la l. n. 1 del 1991 presenta carattere di maggiore definitività, stante il suo più immediato collegamento con gli orientamenti comunitari cui strettamente inerisce. Conseguenze un criterio di non interferenza tra le normative contenute nelle leggi di cui trattasi: ciò rileva ai fini dell'individuazione di un concorso (e non di un conflitto) di discipline nella determinazione delle regole in concreto applicabili (si pensi, ad esempio, alla sottoposizione delle nuove società di intermediazione mobiliare, che fanno parte di un gruppo bancario plurifunzionale, ai diversi interventi delle autorità di settore).

Il processo di internazionalizzazione in atto potrà sollecitare ulteriormente l'avvicinamento tra i mercati finanziari: il confronto tra operatori nazionali e stranieri sarà di ausilio nell'individuare soluzioni di sistema adeguate alla nuova realtà e, comunque, confortate dalla sperimentazione di *partners* qualificati. Pertanto, non va esclusa, per il futuro, la ricerca di forme disciplinari che meglio corrispondano all'esigenza, non ancora pienamente soddisfatta secondo la dottrina economica, d'integrazione tra apparato bancario e borsa, sì da assicurare, attraverso una maggiore omogeneità del mercato dei capitali, gradi di crescente efficienza all'intermediazione mobiliare (2).

(1) Cfr. *Considerazioni finali* della Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1990, p. 26.

(2) Cfr. CIOCCA - MARULLO REEDTZ, *Note su banca e borsa*, relazione al Convegno "Tendenze nuove dell'intermediazione finanziaria", organizzato dalla Bocconi e dalla Cariplo, Milano, gennaio 1991.

3. Le società d'intermediazione mobiliare.

Nel definire la posizione istituzionale delle s.i.m. le scelte legislative ruotano intorno ad un punto nodale: la «riserva» alle medesime della vasta gamma di attività disciplinate dall'art. 1, da esercitarsi «professionalmente nei confronti del pubblico». La previsione di una autorizzazione *ad hoc*, rilasciata dalla Consob, per lo svolgimento delle cennate forme operative, nonché dell'obbligo di iscrizione in un apposito albo istituito presso la Commissione danno contenuto alla riserva suddetta; questa è, inoltre, rafforzata dalla comminatoria di sanzioni penali.

È evidente l'intento di porre «termine all'attuale situazione di grave disordine» (1) mediante il riferimento ad un *intermediario polifunzionale*, in grado cioè di offrire unitariamente tutti i servizi relativi all'investimento. Nel contempo, prescrivendo l'esercizio «professionale» dell'attività intermediatrice, il legislatore ha voluto escludere dall'ambito di applicazione della normativa in questione ogni ipotesi operativa avente carattere meramente occasionale (2); se ne deduce un collegamento all'abitudine ed alla sistematicità dell'azione posta in essere che, conformemente ad un analogo orientamento espresso dall'ordinamento francese, giustifica la mancata soppressione del richiamo alla «professionalità», oggetto di una specifica richiesta di emendamento formulata in sede parlamentare (3). Per converso, potrebbe dar adito a dubbi interpretativi la destinazione al «pubblico» dell'attività intermediatrice; ciò ove si riconduca la nozione *de qua* al concetto di «offerta» di cui all'art. 1/18 della legge n. 216 del 1974, anziché considerare l'attività aperta nei confronti dei terzi, si come da tempo ha avuto modo di precisare la giurisprudenza con riferimento alla materia bancaria (4).

Particolare attenzione è dedicata dalla normativa alla determinazione dei caratteri strutturali delle s.i.m., nonché dei requisiti soggettivi richiesti ai soci, agli organi amministrativi ed ai collaboratori delle stesse. Oltre a prescrivere l'assunzione della forma societaria (società per azioni o in accomandita per azioni) è richiesto un particolare dimensionamento del capitale sociale (che non dovrà essere inferiore a tre volte quello minimo legale stabilito per la costituzione delle s.p.a. ovvero al maggior importo fissato dalla Banca d'Italia d'intesa con la Consob), escludendosi che questo sia rappresentato da «azioni con voto limitato». Per quanto attiene ai soci, qualora la loro partecipazione sia superiore al 2% del capitale della s.i.m., devono sottostare alla disciplina dettata in proposito dagli artt. 5 e 5 *bis* del d.l. n. 95 del 1974 convertito con modificazioni nella l. n. 216 del 1974; i medesimi dovranno sottoscrivere, entro quarantott'ore dall'assunzione di detta partecipazione, «protocolli di autonomia gestionale» conformi ai modelli predisposti dalla Consob d'inte-

(1) Cfr. in tal senso *Atti parlamentari*, X Legisl., Sen. della Rep., resoc. della seduta in data 8 marzo 1989, della VI Commissione in sede referente, p. 46.

(2) Cfr. MARCHETTI, relazione al Convegno su «*La nuova legge sulle s.i.m.: razionalizzazione e trasparenza del mercato dei valori mobiliari*», organizzata da Assolombarda e CERTI dell'Univ. Bocconi, gennaio 1991.

(3) Cfr. l'intervento dell'on.le Bellocchio in *Atti parlamentari*, X Legisl., Camera dei Dep., resoc. della seduta del 22 febbraio 1990, p. 51.

(4) Cfr. da ultimo Cass. 25 marzo 1988, n. 2579, in «*Banca e borsa*», 1989, II, p. 10, che per *pubblico* intende una collettività indiscriminata di soggetti, sottolineandone la «potenziale vastità ed estensione».

sa con la Banca d'Italia. Qualora si versi in presenza di soci accomandatari, questi devono possedere determinati requisiti di onorabilità (desumibili dall'art. 1, comma 4, lett. c. della legge n. 77 del 1983) e di professionalità, imposti anche agli amministratori, direttori generali e dirigenti muniti di rappresentanza; il possesso del requisito di onorabilità è richiesto, inoltre, anche ai soci che direttamente o indirettamente controllano la società d'intermediazione mobiliare.

Nella determinazione di una consistenza patrimoniale superiore a quella delle società per azioni fondamentale deve ritenersi lo scopo legislativo di conferire stabilità ai nuovi organismi finanziari: si condividono, pertanto, le perplessità avanzate da un'autorevole dottrina in ordine alla ragione del divieto di emissioni di azioni a voto limitato, divieto che, non essendo riconducibile all'anzidetta finalità, «non è di tutta evidenza» (1). Del pari, volti ad assicurare qualità all'azione svolta dalle s.i.m. si configurano i requisiti di onorabilità e professionalità richiesti ai relativi esponenti; ciò in quanto i medesimi danno affidamento per una corretta gestione e, dunque, per il conseguimento dell'oggetto sociale dei nuovi intermediari. Si conferma una linea di tendenza che sta acquistando sempre maggiore consistenza nel nostro ordinamento, specie a seguito del recepimento della direttiva CEE n. 77/780 in materia creditizia: l'individuazione di ruoli determinanti nell'orientare l'attività di organismi operanti nel settore economico e finanziario fa ritenere possibile la configurabilità di un modello organizzativo degli enti societari nel quale, rispetto a quello di diritto comune, assumono particolare rilievo requisiti specifici come quelli dell'*onorabilità* e della *professionalità*. Va, tuttavia, sottolineato che nella legge in esame, a fronte di una puntuale identificazione legislativa dei parametri di riferimento che consentono di stabilire il possesso del requisito della professionalità, l'onorabilità è definita attraverso l'indicazione di una serie di condizioni ostative; da qui la riproponibilità dei dubbi avanzati dalla dottrina, in presenza di formulazioni normative siffatte, con riguardo alle possibilità di valutazione dei requisiti di onorabilità «ai fini del giudizio di adeguatezza», al pari di quanto avviene per quelli di esperienza (2).

Preordinata a salvaguardare l'indipendenza delle gestioni deve ritenersi la predisposizione dei c.d. protocolli di autonomia, nonostante il loro contenuto appaia «ignoto» ai primi commentatori della legge (3). Da tempo, per vero, il nostro legislatore dimostra particolare attenzione nell'evitare *ingerenze* che siano d'ostacolo a gestioni sane e prudenti, sì che queste ultime non abbiano ad essere influenzate dagli interessi della proprietà. La predisposizione di strumentazioni all'uopo adeguate viene fondata sull'esigenza di assicurare la trasparenza dei soggetti operanti nel mercato finanziario, esigenza che si realizza

(1) Cfr. MINERVINI, *S.i.m. e riorganizzazione del mercato mobiliare...*, cit., p. 129.

Secondo una interpretazione, che pone l'accento sull'esigenza di evitare paralisi nella operatività della s.i.m., tale divieto tenderebbe ad impedire «contrastanti tra azionisti che detengano o meno la maggioranza a seconda del tipo di assemblea nella quale si debba deliberare». Cfr., in tal senso, *Le società d'intermediazione mobiliare*, documento pubblicato a cura della Sige, Roma, 1991, p. 46. In altri termini il legislatore, nell'intento di escludere una doppia maggioranza, avrebbe dato rilevanza unicamente alle forme di controllo ordinario e non anche a quelle straordinarie; peraltro, come è stato osservato in dottrina, in tale logica non trovano spiegazione le emissioni di obbligazioni convertibili pienamente consentite, né *a fortiori* quelle di azioni di risparmio convertibili in azioni ordinarie. Cfr. SERRA, *Analisi degli aspetti societari connessi alla costituzione di una s.i.m.*, relazione tenuta al Seminario su "La legge sulle s.i.m.: problemi applicativi", Luiss, aprile 1991.

(2) Cfr. CONTENUTO, *Commento sub art. 5 del d.p.r. n. 50 del 1985*, in "Codice commentato della banca", a cura di CAPRIGLIONE e MEZZACAPO, Milano, 1990, tomo I, p. 1468 ss.

(3) DI MAIO F. *Commento sub art. 4 della legge n. 1 del 1991*, in "Il Sole 24 ore" del 18 dicembre 1990.

attraverso l'obbligo di comunicare alle competenti autorità di vigilanza l'assunzione di partecipazioni rilevanti (artt. 5 e 5 bis l. n. 216 del 1974); con riguardo alle società bancarie, tale obbligo diviene oggetto di specifica regolamentazione (artt. 9 e 10 l. n. 281 del 1985) ed è presupposto della norma di chiusura delle disposizioni concernenti l'onorabilità degli esponenti bancari (art. 7 d.p.r. n. 350 del 1985). Orbene, un passaggio ulteriore nella strumentazione di controllo, che trova nella trasparenza il proprio fondamento, sembra individuabile nella previsione di misure idonee ad assicurare determinate linee comportamentali, responsabilmente assunte dai soggetti titolari di partecipazioni rilevanti. In tale direzione sembra orientarsi il legislatore facendo riferimento alla sottoscrizione dei protocolli di cui trattasi, in un primo momento, nell'art. 28, comma 4, della l. n. 287 del 1990, ed ora nell'art. 4 della l. n. 1 del 1991.

Da qui lo specifico ruolo dei c.d. protocolli di autonomia i quali, ricondotti alla tematica dei potenziali conflitti d'interesse riscontrabili nello svolgimento dell'attività di intermediazione mobiliare, sono ritenuti condizione inderogabile e necessaria per il superamento di eventuali situazioni di conflitto (1). Se ne deducono conseguenze diverse: dalla relazione tra dovere di comunicazione e momento comportamentale di non interferenza, al superamento (con l'obbligo di cui trattasi) della logica giuridica cui è improntata la norma dell'art. 5 della l. n. 216 del 1974. Sotto altro profilo, rileva la connessione tra i c.d. protocolli di autonomia e la disciplina delle partecipazioni societarie, dovendosi ovviamente presumere che la disposizione dell'art. 4 in parola trovi applicazione anche nelle ipotesi di partecipazioni reciproche (2). Ciò non sminuisce le difficoltà cui le autorità di vigilanza andranno incontro in sede di determinazione dei "modelli" che dovranno all'uopo essere utilizzati, difficoltà che si individuano sia con riguardo alla fissazione di un discrimine nell'ambito delle possibili turbative alla indipendenza delle gestioni, sia con riferimento alla identificazione delle reazioni assumibili in caso di inosservanza della normativa in materia (configurandosi poco ipotizzabile un ricorso *tout court* alle regole proprie della disciplina codicistica, stante il silenzio della legge sul punto) (3). Per converso, potrà essere d'ausilio nell'adempimento di tale funzione la consapevolezza che i precetti contenuti nei protocolli sostanziano una forma di regolamentazione di settore apprezzabile dagli stessi destinatari per l'obiettivo cui è rivolta.

Si traslascia in questa sede di esaminare la complessa problematica relativa alla costituzione delle nuove società d'intermediazione mobiliare; in particolare, meritevole di approfondimento si configura il provvedimento abilitativo rilasciato dalla Consob ai fini dell'iscrizione nell'apposito albo di cui al secondo comma dell'art. 3 della legge n. 1. Specifico rilievo sul piano applicativo presentano, infatti, la individuazione del momento genetico in cui detto provvedimento trova collocazione (presumibilmente a seguito del-

(1) Cfr. CAVALLI, *Il conflitto d'interessi introdotto dalla legge 2.1.91, nell'attività d'intermediazione mobiliare. Definizioni e possibili soluzioni*, a cura di M.I.T.O. Intermediazioni, Milano, maggio 1991, il quale, sul punto, si richiama ai lavori parlamentari relativi alla legge n. 1.

(2) Su tale aspetto della problematica cfr. PATRONI GRIFFI, *Relazione di sintesi tenuta al Seminario su "La legge sulle s.i.m.: problemi applicativi"*, cit.

(3) Va tenuto presente, tuttavia, che in letteratura i c.d. protocolli d'autonomia sono stati qualificati come «atto unilaterale di promessa in favore della società, unica legittimata a pretendere l'adempimento o a richiedere il risarcimento dei danni in caso d'inadempimento». Cfr. CAVALLI, *Il conflitto d'interessi...*, cit.: con riferimento all'ambito di applicazione della disciplina civilistica, è da presumere che le autorità di vigilanza (negli emanandi regolamenti), tenendo conto dei possibili interventi di *moral suasion* ascrivibili ai soci titolari di una partecipazione qualificata, ne delimitino i poteri di indirizzo a quelli espressamente previsti in sede codicistica.

l'apposita istruzione che attiene alla verifica della sussistenza dei requisiti prescritti dalla legge), la determinazione del rapporto in cui l'autorizzazione si pone rispetto al controllo esercitato dal Tribunale (se cioè debba essere considerata o meno *condicio sine qua non* ai fini dell'omologazione), la puntualizzazione della portata effettiva di tale intervento autoritativo (vale a dire configurabilità di una coincidenza tra autorizzazione ed esercizio di tutte le attività previste nel primo comma dell'art. 1 ovvero possibile riferibilità del provvedimento in questione ad alcune soltanto delle cennate forme operative). Le soluzioni prospettabili dovranno tener conto che, nella specie, ricorre una *ratio* analoga a quella posta a fondamento dell'art. 1 del d.p.r. n. 350 del 1985; a prescindere, naturalmente, dalla consapevolezza che gli orientamenti assunti incidono sulla delimitazione della sfera di competenza della Consob. Da qui l'importanza – in una logica interpretativa che voglia mantenersi aderente alle indicazioni comunitarie – di rinvenire un giusto punto di equilibrio tra obiettivizzazione delle forme di vigilanza pubblica e rispetto degli spazi di discrezionalità tecnica propri del menzionato organo di controllo.

In una angolazione di carattere generale è evidente come il legislatore prescrivendo specifici requisiti strutturali (capitale superiore al minimo e particolare qualificazione soggettiva dei soci e degli organi amministrativi delle s.i.m.) ha posto dei condizionamenti che rendono le società d'intermediazione mobiliare difformi rispetto alla tipologia societaria. Sicché può ritenersi ricorra una «società di diritto speciale», intesa la locuzione come propositiva di uno schema che non fa riferimento ad un rapporto di genere e specie, bensì alle divergenze che talune figure presentano «sia sul piano della fattispecie che sul piano della disciplina», rimanendo «agganciate al modello societario per quel che riguarda la normativa applicabile residualmente»⁽¹⁾. Si individua in tal modo una linea di tendenza che, ove raccordata a quella desumibile dalle disposizioni della legge n. 218 del 1990 e dei relativi decreti legislativi di attuazione, è indicativa di una evoluzione dell'istituto societario verso forme di sistemazione del fenomeno associativo che incidono sulla libera applicazione dell'autonomia contrattuale; ciò in quanto si è inteso riconoscere congruo spazio all'intreccio tra interesse comune dei soci e quello pubblico al conseguimento di criteri organizzativi adeguati alla nuova realtà di mercato.

(1) Cfr. IBBA, *Le società legali*, Sassari, 1990, p. 14; ma già COTTINO, *Diritti Commerciali*, I, 2, Padova, 1987, p. 114; ASCARELLI, *Tipologia delle società per azioni a disciplina giuridica*, in «Riv. soc.», 1959, p. 995.

4. *Segue: nozione di “gruppo di appartenenza” della s.i.m.*

In più parti la normativa fa riferimento alla nozione di controllo societario. Questa viene richiamata per giustificare la richiesta di taluni requisiti soggettivi negli esponenti della s.i.m. (in relazione all'entità della loro partecipazione al capitale della società) ovvero per identificare il criterio in base al quale soggetti economicamente collegati alla s.i.m. sono considerati appartenenti al relativo gruppo. Alla individuazione della nozione di controllo (e gruppo) hanno riguardo, inoltre, alcune limitazioni poste alla trattazione di valori mobiliari nell'attività di gestione patrimoniale svolta dalle s.i.m.

La normativa recepisce, nel delineare il concetto di controllo utile ai fini della configurazione del gruppo di appartenenza della s.i.m., quella da partecipazione a sindacato di voto” di cui all'art. 27, comma secondo, della legge n. 287 del 1990. Una rigorosa applicazione di tale disciplina finirebbe col circoscrivere l'ambito di operatività delle s.i.m., cui forse verrebbe preclusa la possibilità di «investire nei titoli delle più importanti società italiane»; ne consegue «una indicazione di cautela nel continuare ad utilizzare una nozione di controllo ... della quale non vi è traccia a livello comunitario e che ... apre una complessa e difficile problematica» (1).

Più in particolare, viene in considerazione il disposto dell'art. 4, comma terzo, della legge n. 1, nel quale per l'appunto l'appartenenza di un soggetto al gruppo della s.i.m. è stabilito sulla base del rinvio ai contenuti normativi dell'art. 27, comma secondo, della menzionata legge n. 287. È il collegamento, che in quest'ultimo si rinviene, tra il disposto dell'art. 2359 c.c. e la specificazione dell'ipotesi di controllo da “partecipazione a sindacato di voto” a dar adito a critiche da parte della dottrina. Si ravvisa una contraddittorietà di fondo della nuova legge col sistema codicistico (di cui è partecipe il citato art. 2359 c.c.) improntato alla regola dell'*influenza dominante*; viene, quindi, respinta la soluzione suggerita dalla lettera della disposizione dell'art. 4 (in base alla quale entrerebbero a far parte del gruppo anche i soggetti che controllano o sono controllati dal socio sindacato) e si preferisce ripiegare su un'interpretazione riduttiva che circoscrive la portata della norma in esame ad «una presunzione legale di comunione delle azioni sindacate che limita i suoi effetti alla funzione semplificatrice dell'accertamento» (2).

Sotto un profilo terminologico la puntualizzazione del richiamo al “controllo” di cui all'art. 2359 c.c., induce ad individuarne l'essenza nella rappresentazione di «una fattispecie estensiva della previsione codicistica» consistente «nel fatto che... l'art. 27 attribuisce rilevanza anche ai vincoli tra i soci» (3); in altri termini, i «particolari vincoli contrattuali», di cui alla previsione codicistica, individuerrebbero l'elemento centrale della fattispecie.

Si è in presenza di una problematica che evidenzia la preoccupazione di accedere ad un criterio di appartenenza al gruppo eccessivamente ampio; da qui l'intento di far leva

(1) Cfr. MARCHETTI, *Antitrust*, cit.

(2) Cfr. VISENTINI, *La rilevanza della partecipazione a sindacati di voto nella configurazione del gruppo s.i.m.*, in “*Bancaria*”, 1991, fasc. n. 2, p. 9.

(3) Cfr. CAVALLI, *Il conflitto d'interessi introdotto dalla l. 2.1.1991*, cit.

sulle specificazioni ascrivibili al legame azionario per definire entro circoscritti limiti la nuova figura di controllo introdotta dalla legge. Considerazioni diverse – che, tra l'altro, fanno riferimento al superamento della incongruità di un trattamento differenziato nella disciplina del conflitto di interessi, a seconda che quest'ultimo attenga o meno ad una situazione di gruppo – sono state adottate a sostegno della tesi che ritiene assai gravose, sul piano operativo, le conseguenze dell'ammissibilità di controlli indiretti contrattuali (1). Certamente orientano in tale direzione le indicazioni interpretative fornite dal decreto del Ministro del Tesoro in data 5 giugno 1991 recante «criteri applicativi in ordine alle partecipazioni al capitale di enti creditizi» (2). La precisazione, quivi contenuta, in base alla quale nei «casi di controllo per patto di sindacato, sono da considerare rilevanti soltanto i patti di sindacato diretti», non lascia adito a dubbi circa una volontà politica volta a circoscrivere la portata normativa dell'art. 27, secondo comma, della legge n. 287 del 1990; ciò dovrebbe consentire alle autorità di vigilanza – in sede di regolamentazione dei limiti entro cui possono formare oggetto dell'attività della s.i.m. valori mobiliari emessi da soggetti appartenenti al suo stesso gruppo (v. artt. 8, comma primo, lett. b, e 9, comma sesto, lett. b) – di escludere dal «considerare controllanti i soggetti che controllano i partecipanti al patto» (si come si esprime il citato decreto).

Sotto altro profilo, la configurabilità di ipotesi di conflitto d'interesse prevista per il caso di negoziazioni relative a valori mobiliari emessi o collocati da enti collegati alla s.i.m. da un rapporto di gruppo individua un altro riconoscimento legislativo di tale fenomeno: manca, peraltro, qualsivoglia puntualizzazione dei criteri idonei alla relativa identificazione. La soluzione proposta non chiarisce il ruolo che la c.d. direzione unitaria espleta nell'ambito dell'"impresa di gruppo" nella quale cioè singoli rami o settori di attività sono esercitati da società del gruppo; a ben considerare sembra, anzi, emergere una logica legislativa volta a privilegiare sull'esigenza di unitarietà del gruppo una tendenza alla separatezza, come sembra desumersi, ad avviso di un'attenta dottrina, dalla previsione di talune regole di comportamento (destinate a garantire che nello svolgimento delle attività consentite alle s.i.m. «non si abbia scambio di informazione e responsabilità di gestione»), nonché di controlli che «assicurino la separazione delle varie attività esercitate e delle connesse responsabilità di gestione» (3); tale constatazione è avvalorata dalla possibilità che, nell'ambito di uno stesso gruppo, vengano costituite due o più s.i.m. le quali, operativamente, assumano una posizione concorrenziale. Evidentemente, l'obiettivo primario di salvaguardare, nella disciplina dell'intermediazione mobiliare, l'interesse della clientela della s.i.m., traducendosi in un criterio di indipendenza delle gestioni, fa aggio sulla coesione della struttura di gruppo. Da qui il riconoscimento di regole che, dando spazio agli elementi di disomogeneità talora presenti nel gruppo, potrebbero configurarsi negatorie dei risultati cui è unanimemente pervenuta la dottrina in ordine ai pregnanti effetti della c.d. direzione unitaria (4).

(1) Cfr. MARCHETTI, *Gruppi bancari, s.i.m., stabilità, regole di condotta*, (visionato in dattiloscritto).

(2) Pubbl. in G.U. del 10 giugno 1991, Serie generale n. 134.

(3) Cfr. MARCHETTI, op. ult. cit.

(4) Cfr., tra gli altri, JAEGER P.G., "Direzione unitaria" di gruppo e responsabilità degli amministratori, in "Riv. soc.", 1985, p. 817 ss.; SETTE, *Dal gruppo d'impresa all'impresa di gruppo*, in "Riv. dir. civ.", 1988, I, p. 267 ss.; SCOGNAMIGLIO G., *Gruppi d'impresa e diritto delle società*, Roma, 1989, passim ma particolarmente p. 42; CAPRIGLIONE, *Poteri della controllante e organizzazione interna di gruppo*, in "Riv. soc.", 1990, p. 35 ss.

Ciò a prescindere dalla deviazione, che per tal via si individua, dal modello di gruppo disciplinato dalla coeva legge n. 218 del 1990 e dal decreto legislativo di attuazione n. 356 s.a., modello nel quale il riscontro di un forte «potere di direzione attiva e coordinamento», necessario per dare esecuzione alle disposizioni dell'Organo di vigilanza, ha fatto ritenere alla dottrina che il legislatore avesse voluto «surrettiziamente ... (introdurre) ... una nuova disciplina del gruppo in Italia» (1).

Sul punto la legge rinvia ogni decisione a quanto sarà stabilito da un apposito regolamento che Consob e Banca d'Italia emaneranno d'intesa (nel quale, presumibilmente, verranno fornite indicazioni per individuare i rapporti *de quibus*). Si consolida l'orientamento legislativo ad affrontare la tematica dei gruppi in una prospettiva di regolamentazione speciale, demandandosi ad autorità di settore la concreta disciplina delle situazioni che si determinano in presenza di un'attività di gruppo (2).

(1) Cfr. GAMBINO, *Sul ruolo della dirigenza nel gruppo polifunzionale*, in "Federdirigenticredito", 1989, nn. 21-24, p. 42.

(2) Cfr. CAPRIGLIONE, *Le gestioni patrimoniali in Italia*, in AA.VV., *Le gestioni di patrimoni mobiliari. Un'analisi comparata*. Milano, 1991, p. 241 ss.

5. *Segue: profili sanzionatori.*

La legge in esame contiene statuizioni che riguardano i provvedimenti cautelari e le sanzioni amministrative che possono essere irrogate agli intermediari qualora sussistano elementi che facciano presumere l'esistenza di irregolarità ovvero di violazioni di legge, di regolamento o di disposizioni impartite dalle autorità di vigilanza.

La gamma delle misure applicabili risulta sufficientemente ampia, spaziando dalla sospensione cautelare dell'esercizio di una o più attività ovvero dell'iscrizione all'albo a pene pecuniarie (da 20 a 200 milioni di lire); ciò salvo a prevedere l'affidamento ad altra s.i.m. delle attività la cui prosecuzione è ritenuta necessaria nell'interesse della clientela ovvero la nomina di un commissario cui faccia capo la gestione delle predette attività. Infine, nei casi in cui le irregolarità possono minare la stabilità dei mercati o la tutela del pubblico risparmio, è prevista la cancellazione dall'albo che viene disposta dal Ministro del Tesoro (il quale contestualmente nomina un commissario preposto alla tutela e alla restituzione dei patrimoni di proprietà dei clienti della s.i.m.).

La tipologia delle sanzioni sopramenzionate è tale da far ritenere sufficientemente garantito il rispetto delle disposizioni di legge, nonché dei provvedimenti di normazione secondaria la cui emanazione è demandata alle autorità di controllo. Netto si configura l'orientamento a tutela degli interessi della clientela delle s.i.m., stante l'adozione di un sistema procedimentale volto ad evitare che detti interessi siano coinvolti nelle possibili disavventure finanziarie degli intermediari; significativa è, nei giudizi di risarcimento, l'imposizione a carico della società dell'onere della prova di aver agito con la diligenza del mandatario.

Particolare attenzione è stata dedicata, nei primi commenti della legge n. 1 del 1991, alle ipotesi di cancellazione dall'albo delle s.i.m. dichiarate insolventi. Mentre è apparso indubbio che la società possa continuare ad operare in settori diversi dall'intermediazione mobiliare, ha dato luogo a perplessità la determinazione del ruolo del commissario «preposto alla tutela e alla restituzione dei patrimoni di proprietà dei clienti della società». Si è sottolineato, infatti, che alla chiara previsione normativa del quinto comma dell'art. 13 (in base al quale «gli amministratori devono convocare l'assemblea per le deliberazioni relative alla modificazione dell'oggetto sociale») non fa riscontro un'altrettanto chiara specificazione delle funzioni del commissario: oggetto dell'azione di questi non potrebbero ritenersi «entità diverse dai patrimoni», onde la sua riferibilità alla sola attività disciplinata nell'art. 1, comma primo, lett. c, e nell'art. 8 (1).

Effettivamente la sottoponibilità a fallimento della s.i.m., espressamente ribadita dalla legge, circoscrive notevolmente l'intervento del commissario (chiamato genericamente ad affiancare gli «organi delle procedure concorsuali» e ad esercitare un potere di denuncia ex art. 2409 c.c., scarsamente significativo una volta instaurata la procedura fallimentare o di concordato preventivo); sicché la presenza di quest'organo di natura amministrativa, più che rispondere a reali esigenze del contesto procedimentale, deve ritenersi tralascio

(1) Cfr. MAUPOIL, *La disciplina dell'insolvenza delle società d'intermediazione mobiliare*, in "Il fallimento", n. 4 del 1991, p. 329 ss.

residuo dell'ipotesi liquidatoria prevista nell'originario disegno di legge sulle società d'intermediazione mobiliare, successivamente soppressa nel corso dei lavori parlamentari (1).

Sotto altro profilo, l'applicazione delle misure sanzionatorie di cui si è detto ove venga riferita ad intermediari creditizi (ai sensi del secondo comma dell'art. 16) può dar luogo ad un delicato problema interpretativo della disciplina speciale bancaria: in queste ipotesi, infatti, la *mala gestio*, che è a base degli interventi autoritativi, può presentare una rilevanza tale da far ritenere la possibile "sospensione" e "revoca dell'autorizzazione" non circoscritte alla mera attività d'intermediazione mobiliare, donde la loro interazione sulla fisiologica prosecuzione dell'attività bancaria, potendo essere assunte a fondamento di un provvedimento di messa in amministrazione straordinaria ovvero di liquidazione c.a.

(1) Cfr. *Atti parlamentari*, X Legisl., Sen. della Rep., doc. n. 953 cit.

6. Gli altri intermediari mobiliari.

Il legislatore nel disciplinare le possibilità operative delle s.i.m., affianca alle medesime altri intermediari tradizionalmente presenti sul mercato, la cui funzione viene recuperata nella risistemazione degli assetti strutturali dell'ordinamento finanziario.

Vengono, quindi, in considerazione gli enti creditizi ai quali è consentito esercitare tutte le attività indicate nell'art. 1, co. 1, della legge n. 1 tranne quella della negoziazione in borsa di valori mobiliari diversi dai titoli di Stato o garantiti dallo Stato. Si attua, in tal modo, un'estensione della "riserva" prevista per le s.i.m., nonostante sia prescritta una preventiva autorizzazione (rilasciata dalla Banca d'Italia e di cui è data subitanea comunicazione alla Consob) evidentemente preordinata a dare specifico rilievo all'incidenza su un particolare ambito di mercato di attività accessorie o collaterali rispetto a quella bancaria tipica (1). La posizione degli enti creditizi è inquadrata in termini sostanzialmente paritari rispetto a quella delle s.i.m.: tale obiettivo è conseguito sia imponendo ad essi l'osservanza di talune disposizioni puntualmente indicate (artt. 6, 8, 11 e 12), sia assoggettandoli agli interventi delle autorità di settore (art. 9).

Significativo si configura l'obbligo imposto anche alle banche di «tenere distinte le attività di cui alla ... legge tra loro e rispetto alle altre attività esercitate»: nel valutare la *ratio* di tale prescrizione si deve tener conto che gli enti creditizi «finiscono per essere titolari di una pluralità di imprese» (2) e, più in generale, che l'oggetto di diverse attività di uno stesso ente può tendere al perseguimento di più risultati economici astrattamente autonomi (3); donde l'esigenza di evitare che attraverso l'esplicazione di *ulteriori* attività si realizzino abusi ovvero condizionamenti all'operatività bancaria tipica. Si comprende, allora, come detto vincolo individui il criterio per la salvaguardia della specificità creditizia, oltre che del regolare andamento del mercato.

Sulla base delle considerazioni che precedono non sembra possa condividersi l'opinione, dianzi richiamata, che sottolinea l'impianto "bancocentrico" della legge in esame (4); gli enti creditizi non usufruiscono di una posizione di favore rispetto alle s.i.m., non potendosi quest'ultima desumere dalla "singolare deroga di diritto transitorio" prevista dall'art. 18, comma 8, della legge n. 1, ovvero dalla possibilità consentita a detti enti di "penetrare anche nel *sancta sanctorum*... della negoziazione in borsa", tramite il controllo di una s.i.m. (5). Per converso, come è stato osservato in un'angolazione più strettamente economico-finanziaria, l'intervento delle banche deve ritenersi fondamentale per un'adeguata affermazione del mercato borsistico; ciò vuoi che si abbia riguardo alla capacità degli enti creditizi di sottoscrivere titoli emessi da imprese (e, dunque, al ruolo di *market makers* che essi ricoprono attraverso società d'intermediazione mobiliare di emanazione bancaria), vuoi che si pensi all'offerta su larga scala di servizi di *merchant banking* cui

(1) Cfr. CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 1 l. b.*, in "Codice commentato della banca", cit., Tomo I, p. 60 ss.

(2) Cfr. COSTI, *L'ordinamento bancario italiano*, Bologna, 1986, p. 129.

(3) Cfr. MASI, *Articolazioni dell'iniziativa economica*, Napoli, 1985, p. 88.

(4) Cfr. MINERVINI, *S.i.m. e riorganizzazione...* cit., p. 131.

(5) Cfr. MINERVINI, *op. ult. cit.*, pp. 130 e 131.

è connessa la funzione di selezionare imprese da sostenere nell'accesso al mercato mobiliare (1).

L'estensione della "riserva" è disposta anche nei confronti delle società fiduciarie cui "fino all'entrata in vigore della legge di riforma" (art. 17) è consentito lo svolgimento delle gestioni di patrimoni mobiliari, alle medesime imponendosi l'iscrizione "in un apposita sezione dell'albo previsto dall'art. 3, comma 1". Il legislatore si mostra consapevole delle conclusioni del dibattito sulle fiduciarie, tenendo conto delle prerogative che alle società in parola derivano dall'impiego della strumentazione contrattuale che si rifà alla fiducia: ad esse è riconosciuta in esclusiva la gestione svolta in nome proprio e per conto di terzi. Viene, altresì, eliminato ogni dubbio interpretativo in ordine all'ambito di applicazione della legge n. 1966 del 1939, prevedendosi la possibilità che tali organismi finanziari, qualora non risultino iscritti "alla sezione speciale" dell'albo di cui all'art. 3, comma 1, continuino a svolgere la c.d. amministrazione statica di patrimoni per conto terzi. Da notare, infine, l'apparente temporaneità di tale regime disciplinare segnata dal generico riferimento "all'entrata in vigore della legge di riforma": ancora una volta il nostro legislatore nasconde dietro una soluzione di rinvio la volontà di sottrarsi ad una compiuta regolamentazione della materia.

L'opzione normativa per un recupero dell'esistente è confermata dalla disposizione che consente alle "commissionarie ammesse agli antirecinti alle grida" di ottenere, dopo il 31 dicembre 1992, l'iscrizione all'albo di cui all'art. 3, comma 1, nell'ovvio presupposto che nei loro confronti non sia in corso un «procedimento di sospensione o di revoca dell'autorizzazione di ammissione» e che «siano in possesso dei requisiti» all'uopo richiesti (art. 19, comma 3); essendo altrimenti la continuazione delle attività previste dalle vigenti disposizioni relegata in un ambito di diritto transitorio. Essenziale, in tale contesto, l'affermazione di un criterio d'uguaglianza tra gli intermediari che fonda la realizzazione di più elevati livelli di concorrenza sul diniego di privilegi e fa assegnamento sulla funzione delimitatrice del mercato cui adempie la riserva di attività.

Nel delineato ordine logico si collocano, infine, le disposizioni riguardanti gli agenti di cambio: questi ultimi, se in carica, restano autorizzati allo svolgimento "dell'attività di negoziazione per conto terzi in borsa e nel mercato ristretto nonché delle altre attività" ad essi consentite dalle vigenti disposizioni (art. 19). La normativa prevede, inoltre, che le s.i.m. debbano avvalersi di agenti di cambio o di propri dipendenti abilitati a seguito di apposito esame (art. 7, comma 2), salvaguardando con un'*abilitazione di diritto* la posizione dei *procuratori*, dei *rappresentanti di borsa* delle società commissionarie ammesse agli antirecinti alle grida e degli *osservatori alle grida* di aziende e istituti di credito ammessi agli antirecinti. Nei confronti degli agenti di cambio che siano soci, amministratori o dirigenti di s.i.m. è posto il vincolo di svolgere la propria attività esclusivamente nell'interesse della società di appartenenza (art. 7, comma 4) (2).

È evidente l'intento legislativo di conservare ancora un ruolo agli operatori di cui trattasi nell'assetto del mercato mobiliare; ne è confermata la previsione che "fino al 31 dicembre 1992" riconosce la possibilità di ottenere l'iscrizione all'albo di cui all'art. 3, comma

(1) Cfr. CIOCCA - MARULLO REEDTZ, *Note su banca e borsa*, cit., paragr. 5.

(2) Si è, quindi, implicitamente derogato alle norme che vietano agli agenti di cambio l'assunzione di partecipazioni (art. 10 della legge 30 giugno 1932, n. 815) e prevedono per questi l'incompatibilità con incarichi amministrativi e direttivi (v. legge 7 marzo 1925, n. 222), sul punto cfr. ANTONUCCI, *Nuove norme per l'intermediazione mobiliare*, cit. p. 112 e ss.

1, per esercitare l'attività di negoziazione di valori mobiliari per conto terzi, unicamente alle s.i.m. "al cui capitale partecipi almeno un agente di cambio" (art. 18, comma 4). Si è provveduto adeguatamente a controbilanciare, sotto un profilo sostanziale, l'eliminazione dei "concorsi per la nomina di agenti di cambio" (art. 19, comma 2). È appena il caso di far presente che detta disciplina transitoria potrebbe dar luogo a problemi interpretativi, relativamente alla determinazione degli assetti proprietari di una s.i.m. che intenda costituirsi e svolgere negoziazione di valori mobiliari per conto terzi in borsa e nel mercato ristretto anteriormente al 1° gennaio 1993. Ciò in quanto la seconda parte del comma quarto dell'art. 18, che regola la materia, fissa un limite globale (il 40 per cento del capitale sociale) per la partecipazione al capitale della s.i.m. dell'insieme dei soggetti che non siano agenti di cambio o società commissionarie ammesse agli antirecinti alle grida ovvero aziende e istituti di credito.

L'ambiguità della norma non rende chiaro quale sia l'ambito di applicazione di tale disposizione, se cioè detta prescrizione valga per tutte le s.i.m. o solo per quelle che intendono negoziare, per conto terzi, nel mercato ristretto o nella borsa valori. Tecnicamente un'interpretazione nel secondo senso rende compatibili le due parti del comma, laddove taluni elementi testuali («non potrà *comunque* superare») potrebbero tendenzialmente far propendere per un'accezione più ampia del disposto di legge; sul piano delle concretezze, la soluzione esegetica è pesantemente condizionata, nella cennata situazione di ambiguità, dall'orientamento che le autorità di controllo assumeranno al riguardo.

7. L'attività d'intermediazione mobiliare.

Dovendo procedere all'individuazione delle attività esercitate dagli intermediari mobiliari nei confronti del pubblico, la legge preferisce fornirne un'elencazione piuttosto che formulare una definizione delle stesse; viene, in tal modo, delineato un quadro operativo che, nella sua compiutezza, dovrebbe coprire l'intera area della "riserva" riconosciuta agli intermediari suddetti.

Le attività di intermediazione mobiliare prese in considerazione vanno, quindi, dalla "negoziante per conto proprio o per conto di terzi", alla "collocazione e distribuzione di valori mobiliari", alla "gestione di patrimoni", alla "raccolta di ordini di acquisto o vendita", alla "sollecitazione del pubblico risparmio" (art. 1); a fronte di siffatte forme operative tipiche sono previste la "custodia e amministrazione di valori mobiliari", il "finanziamento dei contratti di borsa" e la "negoziante per conto terzi di valute in borsa", le quali si presentano come *attività connesse*, stante il loro carattere complementare (se non addirittura strumentale) rispetto alle prime (1). La scelta della polifunzionalità dovrà trovare adeguata estrinsecazione in un doveroso equilibrio tra le menzionate forme d'intervento sul mercato, equilibrio che consenta di associare al superamento dei frazionamenti un arricchimento dell'offerta complessiva dei servizi finanziari.

Per converso, significativa si configura l'imposizione di alcuni vincoli a carico delle s.i.m.: dalla inibizione della raccolta di risparmio tra il pubblico (come regolata dal r.d.l. 12 marzo 1936, n. 375 e successive modificazioni), al divieto di emettere "valori mobiliari diversi dalle azioni con voto non limitato o dalle obbligazioni" (art. 2, comma 3 e 6). Tali prescrizioni rispondono a finalità diverse. Se, infatti, la prima è senz'altro preordinata ad impedire sconfinamenti nell'esercizio dell'attività bancaria (egualmente soggetta a riserva), la seconda sembra volta a circoscrivere le modalità della provvista da parte delle s.i.m., sicché può ritenersi preclusiva di quelle altre forme di finanziamento che la più recente pratica di mercato ha elaborato: ci si riferisce in particolare alle c.d. polizze di credito commerciale.

Preordinata al conseguimento di un diverso obiettivo deve considerarsi la disposizione che demanda alle autorità pubbliche la fissazione dei criteri in base ai quali "la detenzione dei valori mobiliari da parte delle s.i.m. non rientra nell'esercizio delle attività per le quali le società ... sono autorizzate" (art. 2, comma 4). Oltre alla esigenza di ricordare la posizione di *dealer*, propria di alcune società d'intermediazione, con l'obbligo di "detenere titoli di partecipazione esclusivamente di società che esercitano attività connesse e strumentali" (art. 2, comma 5), puntualmente sottolineata in letteratura (2), sembra ricorra nella specie anche l'intento di evitare forme di immobilizzi che potrebbero ripercuotersi

(1) Cfr. DI MAIO F., Commento *sub* artt. 1 e 2 della l. n. 1 del 1991, in "Il sole/24 ore" del 18 dicembre 1990. Ovviamente il richiamo, contenuto nella legge, a talune attività connesse deve ritenersi esemplificativo, stante l'ampiezza della categoria che ricomprende ogni forma operativa funzionalmente legata all'intermediazione mobiliare tipica; cfr. sul punto *Le società d'intermediazione mobiliare*, cit. p. 40.

(2) Cfr. DI MAIO F., Commento *sub* art. 2 della l. n. 1 del 1991, cit. Tale disposizione consente alla s.i.m. di detenere partecipazioni in società il cui oggetto sociale si configura ausiliare e complementare rispetto all'attività principale da essa svolta. Di qui la particolare valenza che la connessione può assumere, atteso che il riconoscimento alla s.i.m. della possibilità di acquistare partecipazioni in altre società d'intermediazione mobiliare, che svolgono una o più delle attività indicate nell'art. 1, sembra da correlare all'ovvio limite che queste ultime rientrino tra quelle per le quali la s.i.m. è stata autorizzata.

negativamente sulla stabilità della gestione. Infine, rileva il divieto per le s.i.m. di emettere titoli, documenti o certificati «comunque rappresentativi dei diritti dei clienti» (art. 2, comma terzo), la cui *ratio* va ricercata nella esclusiva destinazione ad un'attività gestoria (svolta nell'interesse del cliente) dei valori mobiliari detenuti dalla società d'intermediazione (1).

A presidio della trasparenza e della correttezza cui le s.i.m. devono improntare il proprio *agere* nei rapporti con la clientela sono, poi, fissati alcuni principi generali e regole di comportamento. Viene in considerazione l'insieme di norme che spaziano dall'affermazione del criterio concernente la necessaria finalizzazione dell'attività posta in essere alla "cura dell'interesse del cliente" (art. 6, comma 1, lettera *a*), alla puntuale previsione del divieto di effettuare "operazioni con o per conto della... clientela" qualora sussista "direttamente o indirettamente un interesse conflittuale nell'operazione" (art. 6, comma 1, lett. *g*). In tale contesto assumono particolare importanza le disposizioni che impongono agli intermediari di fornire al cliente adeguate indicazioni sulla "natura" e sui "rischi" delle operazioni (art. 6, comma 1, lett. *e*) ovvero che assicurano una correlazione tra queste ultime e la "situazione finanziaria" dell'investitore-risparmiatore (art. 6, comma 1, lett. *f*). Si intende, per tal via, realizzare la personalizzazione dei rapporti *de quibus* e, attraverso il riconoscimento di un diritto d'informazione, consentire il controllo delle scelte operative poste in essere dalla s.i.m.. Coerente con tale impostazione si configura la soluzione offerta dal legislatore per il superamento di eventuali conflitti d'interesse: viene ritenuta legittima l'azione dell'intermediario qualora sia preventivamente autorizzata per iscritto dal cliente l'"effettuazione dell'operazione" (art. 6, comma 1, lett. *g*). Demandandosi ogni decisione all'investitore gli si consente di mettersi al riparo dal rischio di vedere impiegati i suoi capitali in modalità che privilegiano gli interessi della s.i.m. rispetto ai propri (2).

Ugualmente funzionalizzata al criterio di una corretta operatività degli intermediari è la strutturazione dell'attività d'impresa delle s.i.m. secondo uno schema organizzativo che tiene distinte le entità patrimoniali dei diversi clienti tra loro e rispetto a quella delle società. Tale formula dei *chinese walls* – che, come vedremo (cfr. paragrafo successivo), si rivela particolarmente efficace nelle gestioni patrimoniali – permette di evitare il libero flusso delle informazioni e di separare le responsabilità con riguardo alle diverse attività svolte sul mercato mobiliare (art. 9, comma 2, lett. *b*, e comma 5, lett. *c*) (3).

La sicurezza degli investimenti è, inoltre, garantita dalla istituzione di un "Fondo" per la tutela dei crediti vantati dai clienti nei confronti delle s.i.m. e degli altri soggetti autorizzati all'esercizio delle attività di cui all'art. 1, comma 1. È demandata al Ministro del Tesoro, su proposta della Consob, formulata d'intesa con la Banca d'Italia, la determinazione delle relative modalità di organizzazione e di funzionamento; l'adesione al fondo è obbligatoria (art. 15).

(1) Nel silenzio della legge deve ritenersi ammissibile il ricorso delle s.i.m. a forme d'indebitamento verso terzi. Tale possibilità potrebbe, tuttavia, rilevare in sede di regolamentazione dei coefficienti patrimoniali (cfr. *infra* paragrafo 8) qualora le risorse così acquisite vengano considerate patrimonio.

(2) Cfr. ALPA, relazione al Convegno su "La nuova legge sulle s.i.m.: razionalizzazione e trasparenza...", cit.; per un resoconto v. "Italia Oggi" del 31 gennaio 1991.

(3) Va tenuta presente, tuttavia, la considerazione che tale sistema «eliminando... i vantaggi derivanti dalle integrazioni quali la messa in comune delle risorse e delle conoscenze» può comportare una riduzione d'efficienza, con conseguente appiattimento verso il basso alla specializzazione degli operatori; cfr. CAVALLI, *Il conflitto d'interessi* ..., cit.

Si individua una complessa problematica in relazione ai meccanismi d'intervento del Fondo attraverso cui sostanzialmente si dà vita ad una forma di tutela diretta degli investitori. La determinazione dei livelli di autocontrollo del sistema, la introduzione di parametri patrimoniali (cui adeguare l'ammissione e la permanenza nel Fondo), la previsione di una riduzione del tetto di protezione garantito (qualora un aderente incorra in procedure liquidatorie) evidenziano solo alcune tra le numerose questioni che dovranno essere affrontate. Più in generale, viene in considerazione la natura giuridica del Fondo sulla cui definizione sembra destinata ad incidere la previsione normativa di un'adesione obbligatoria *ex lege* (la quale, escludendo la presenza di elementi volontaristici dal relativo procedimento costitutivo, interagisce sul fondamento solidaristico che ne è alla base). Nella ricerca di soluzioni adeguate non potrà prescindere dalle valutazioni relative alla analoga strumentazione adottata per la protezione degli interessi dei depositanti bancari (1); più in particolare va tenuto conto che l'istituzione del Fondo, come è avvenuto nel settore del credito, appare ispirata all'esigenza di favorire l'affermazione dei principi di mercato, evitando situazioni di privilegio e deprecabili forme di discriminazione nella tutela degli investitori.

(1) Cfr. NASTASI, *Crisi bancarie e tutela dei depositanti*, Bologna 1988.

8. *Segue: il contratto come valore mobiliare.*

Recependo i risultati del dibattito dottrinale relativo alla identificazione della nozione di “valore mobiliare”, il legislatore, dopo aver indicato le attività d’intermediazione mobiliare, al secondo comma dell’art. 1 della legge n. 1, precisa che sono considerati valori mobiliari «i contratti a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari, tassi d’interesse e valute, ivi compresi quelli aventi ad oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi d’interesse e valute».

Il contenuto di tale locuzione normativa riflette una realtà giuridica che tiene conto della definizione di valore mobiliare data dall’art. 12 della legge n. 77 del 1983 che, come è noto, si presenta in termini talmente lati da indurre a considerarla «di per sé idonea a consentire interpretazioni comprensive di ogni possibile caso» (1). In più occasioni la dottrina ha evidenziato la genericità che caratterizza la disposizione del menzionato art. 12 che «chiamata a contrassegnare una realtà giuridica certamente inclusiva di quella cartolare ... altrettanto certamente non ... (è) ... esaurita da quest’ultima» (2); donde l’ulteriore conclusione che le componenti di tale formula inducono ad «affrancare da ogni vincolo documentale» il valore mobiliare e a ritenere avvenuta la smaterializzazione del relativo contenuto (3). In altri termini – venuta in crisi l’endiadi “valori mobiliari-titoli di massa”, per il passato sostenibile con riguardo all’accomunamento tra i medesimi determinato dalla strumentalità dell’investimento nell’ambito del “fenomeno della raccolta e della mobilitazione della ricchezza” (4) – la definizione di valore mobiliare, data dal legislatore, si presta ad ogni possibile utilizzazione; essa finisce con l’essere una pseudo-definizione che rende l’interprete «libero di supplire alla carenza della norma con le proprie personali vedute» (5). Si spiega così la ragione per cui il valore mobiliare dimostra scarsa capacità di denotazione: le incertezze che si ricollegano alla identificazione del relativo contenuto derivano dal fatto che la legge si limita a fornire le coordinate necessarie per l’individuazione dell’area giuridico-economica (operazioni finanziarie) nella quale va inquadrata la figura di cui trattasi. Il valore mobiliare non è, pertanto, definibile strutturalmente, ma solo teleologicamente, vale a dire nel suo riferimento ad un’allocazione finanziaria (6).

Alla luce di quanto precede va valutata la portata normativa della richiamata disposizione del secondo comma dell’art. 1. È evidente che il legislatore, dopo aver indicato le diverse attività di intermediazione mobiliare che rientrano (ove esercitate professionalmente nei confronti del pubblico) nella riserva riconosciuta dal successivo art. 2 alle s.i.m., dà contenuto all’*oggetto* di tali attività attraverso il riferimento alla nozione di valore mobiliare, ovviamente da intendersi recepito come “una qualsiasi delle ... previsioni di cui

(1) Cfr. LIBONATI, *Commento sub art. 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, in “Le nuove leggi civili commentate”, 1984, p. 511.

(2) Cfr. SPADA, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, in “Banca e Borsa”, 1986, I, p. 19.

(3) Cfr. SPADA, *op. cit.*, p. 20.

(4) Cfr. CASTELLANO, *I titoli di massa*, in “Banca e borsa”, 1987, I, p. 22 ss.

(5) Cfr. CARBONETTI, *Che cos’è un valore mobiliare?*, in “Giur. Comm.”, 1989, I, p. 293.

(6) Cfr. CAPRIGLIONE, *Le gestioni di patrimoni mobiliari in Italia*, in AA.VV., *Le gestioni di patrimoni mobiliari. Un’analisi comparata*, Milano, 1991, p. 249.

all'art. 18 bis" (1). Stante la delineata accezione di valore mobiliare, ogni attività a contenuto patrimoniale esercitabile nelle modalità tecniche di cui al primo comma dell'art. 1 deve ritenersi riconducibile alla summenzionata riserva; ciò con tutto quanto da tale conclusione consegue, come ad esempio l'ovvia valutazione delle nuove tipologie di rischio connesse ad operazioni di *swaps* ai fini dell'applicazione dei coefficienti patrimoniali di stabilità (2).

La circostanza, poi, che nel disposto dell'art. 23 della legge in esame – prevedendosi che la «Consob può autorizzare ... le negoziazioni di contratti *uniformi* a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari quotati sui mercati regolamentati» – si proponga una formula normativa che appare analoga a quella dell'art. 1, comma 2, non deve indurre nell'equivoco di ritenere che la nozione di "valore mobiliare" sia riferibile esclusivamente ai "contratti a termine uniformi", si da far coincidere interamente la prima nozione con la seconda. È chiaro che tra le due espressioni intercorra solo un rapporto di genere a specie: la nozione di valore mobiliare è tutta da desumere dall'art. 1, comma 2; la fattispecie particolare dell'art. 23 rileva esclusivamente per la determinazione degli strumenti finanziari da trattare nei mercati regolamentati ivi previsti. Un'interpretazione diversa non terrebbe conto della collocazione sistematica delle cennate statuizioni: l'una riferibile all'individuazione dell'oggetto dell'attività d'intermediazione mobiliare (e, dunque, alla disciplina di quest'ultima), l'altra alla specifica regolamentazione dei mercati a termine (onde la sua riconducibilità alla organizzazione dei medesimi). Il termine "uniformi" non assolve, quindi, alla funzione di dare contenuto ai valori mobiliari (in cui si sostanziano detti contratti a termine), ma è unicamente indicativo di una necessaria standardizzazione (da intendere quale ricorrenza costante degli elementi dello schema negoziale) che è presupposto per la negoziazione nei mercati organizzati.

(1) Cfr. DI CHIO, *Regole di comportamento del nuovo intermediario polifunzionale*, in "Le società", n. 5, del 1991.

(2) Per quanto concerne specificamente i contratti di *swaps*, la loro riconducibilità nell'ambito della nozione di valore mobiliare deriva dalla natura finanziaria di tali operazioni, nonché dalle forme tecnico-giuridiche che le medesime presentano. Infatti, la tipologia di detti contratti, correlata alle tecniche di scambio adottate, mette in evidenza variegati rapporti che, pur presentando tratti distintivi, s'incentrano nell'assunzione di un obbligo (a termine) reciproco delle parti «ad eseguire dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi», così CAPUTO NASSETTI, *Interest rate swaps e Interest rate and currency swaps*, in "Diritto del Commercio internazionale", 1990, p. 695. Cfr. altresì INZITARI, *Swaps [contratto di]*, in "Contratto e impresa", 1988, p. 597 ss.; CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio*, in "Contratto e impresa", 1988, p. 405 ss.; MORI, *Swaps. Una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990, p. 315 ss.

Per un inquadramento degli *swaps* nell'ordinamento britannico v. G.M.S. HAMMOND, *Recent developments in the swap market*, in "Bank of England Quarterly Bulletin", febr. 1987, p. 66, che sottolinea la strumentalità dell'operazione al riequilibrio di posizioni asimmetriche.

9. *Segue: la gestione di patrimoni.*

La legge n. 1 del 1991 dedica specifica attenzione alle gestioni individuali di patrimoni rispetto alle altre attività di intermediazione mobiliare: se ne prevede una puntuale disciplina, dando un adeguato riconoscimento alla crescente rilevanza che le medesime presentano nel nostro sistema finanziario.

La normativa consente solo indirettamente di definire sul piano giuridico la fattispecie di cui trattasi; per converso, è offerta un'indicazione analitica degli obblighi assunti contrattualmente e delle modalità attraverso cui si articola, nel tempo, lo svolgimento dell'attività gestoria. Inoltre, sono identificati legislativamente i criteri che assicurano una adeguata personalizzazione dei rapporti in parola, impedendo facili sconfinamenti in forme di gestione "in monte" ed evitando che possano verificarsi situazioni di conflitto d'interessi tra le parti negoziali. Conseguisce la tipizzazione dell'attività in esame, la cui regolamentazione non si esaurisce nelle statuizioni dell'art. 8, ma si completa con le previsioni di carattere generale che nella legge sono ritenute applicabili a qualsivoglia forma d'intermediazione mobiliare (v. in particolare gli artt. 6 e 9); ciò non esclude eventuali integrazioni con clausole che le parti, in virtù della loro autonomia e nel rispetto del dettato legislativo, possono adottare in sede contrattuale (1).

Dal riferimento lessicale al "mandato" discende il collegamento del rapporto gestorio a detta tipologia contrattuale: questa viene ritenuta rispondente al senso economico e giuridico dell'attività in cui si sostanzia il servizio in esame, nonché ai tratti caratterizzanti la posizione delle parti. Considerazioni diverse confermano che, nella specie, è stato tenuto presente lo schema del mandato, alla peculiare funzione del quale si è inteso ricondurre l'obbligazione di svolgere la gestione. Rilevano, al riguardo, l'"affidamento" dell'incarico, l'identificazione dei relativi contenuti attraverso la specificazione della "natura dei servizi forniti", dei "poteri conferiti", del "tipo di valori mobiliari acquistabili", della "durata dell'incarico" e dell'"ammontare del compenso"; ricorrono gli estremi per poter ravvisare un programma negoziale che si caratterizza per il compimento (da parte dell'intermediario) di una pluralità di atti giuridici e per la destinazione al cliente di tale attività, vale a dire per quanto qualifica la fattispecie normativa di cui agli artt. 1703 e ss. c.c.. Tale conclusione trova conferma nella salvaguardia della posizione dominicale dell'investitore al quale è conservato il potere di interferire sullo svolgimento dell'attività gestoria, oltre naturalmente la proprietà delle somme e dei valori inclusi nel portafoglio; probanti in tal senso appaiono le disposizioni che consentono al cliente di "impartire istruzioni vincolanti sulle operazioni da effettuare" (art. 8, comma 1, lett. e) e, quindi di poter "recedere... e ritirare... le somme e i valori mobiliari di cui è titolare".

Conseguenziale deve ritenersi, nei criteri di tipizzazione dell'attività in esame, la destinazione all'investimento delle attività conferite in gestione; essa non è concepita come un distacco dalla sfera soggettiva di provenienza, sicché deve escludersi la configurabilità di una riserva del patrimonio a favore dell'intermediario. In tale contesto assume specifico rilievo la normativa volta a puntualizzare la distinzione del "patrimonio conferito in gestione... da quello della società e da quello degli altri clienti" (art. 8, comma 2); s'intende, per tal via, impedire che "azioni dei creditori della società" possano essere esperite nei

(1) Cfr. CAPRIGLIONE, *Le gestioni patrimoniali in Italia*, cit., p. 230 ss..

confronti del patrimonio in gestione, il quale resta, invece, esposto alle “azioni dei creditori dei singoli clienti”, costituendo parte integrante dei beni di proprietà di questi ultimi.

Punto centrale della disciplina delle gestioni è la prevenzione dei conflitti d’interesse tra intermediario e investitore. Fondamentale al riguardo si configura la possibilità, consentita al cliente, di conoscere “in ogni momento la composizione del patrimonio” di sua pertinenza (art. 8, comma 1, lett. *h*), nonché la fissazione di “limiti” alle negoziazioni di “valori mobiliari emessi e collocati dalla società d’intermediazione mobiliare ovvero dai soggetti appartenenti al gruppo cui la società stessa appartiene” (art. 8, comma 1, lett. *b*). A fronte della puntualizzazione del diritto d’informazione rispondente ad una esigenza di controllo delle scelte di gestione (art. 6, comma 1, lett. *e*), l’ammissibilità di negoziazioni con soggetti o società collegate viene circoscritta nei termini e nelle modalità che saranno indicate nell’apposito “regolamento” emanato d’intesa dalla Consob e dalla Banca d’Italia (art. 9, comma 6, lett. *b*).

Connessa alla tematica del conflitto d’interessi è quella dell’infedeltà gestoria, stante il diritto dell’investitore a pretendere che l’azione dell’intermediario venga svolta nei limiti dell’incarico e con diligenza professionale; significativa, al riguardo, la previsione normativa che impone all’intermediario di contenere l’attività di cui trattasi *intra vires*, donde la possibilità riconosciuta al cliente di procedere alla risoluzione del rapporto in presenza di inadempienze. Indipendentemente da ciò, la estinzione fisiologica della vicenda gestoria è consentita “in ogni momento” mediante recesso (art. 8, comma 1, lett. *d*); da qui la possibilità dell’investitore di ritirare “in tutto o in parte” le somme e i valori mobiliari di cui il medesimo sia titolare, di utilizzare i valori mobiliari che compongono il patrimonio a garanzia di operazioni finanziarie diverse o, infine, di chiedere all’intermediario di venderli in un momento successivo alla fine del rapporto.

La regolamentazione legislativa della materia, in precedenza demandata all’intervento delle autorità di settore (che hanno provveduto in via amministrativa), darà prevedibilmente impulso a tale forma di attività; l’affermarsi di una tendenza (di cui si fa portatrice la nuova normativa) a conciliare l’interesse degli investitori con l’indipendenza del gestore diviene, infatti, presupposto per il superamento delle tradizionali remore all’impiego del risparmio in forma “consapevole”. Trovano, infine, ulteriore conferma le motivazioni tecniche e giuridiche delle diverse prospettive di sviluppo riconosciute alle distinte, ma non contrapposte, categorie di gestioni patrimoniali (“in monte” e “individuali”) praticate nel nostro sistema finanziario (1).

(1) Cfr. FAZIO, *Indagine conoscitiva sulla intermediazione finanziaria non bancaria*, presso la 6ª Commiss. perm. del Sen. della Rep., nov. 1983, in “Documenti” della Banca d’Italia, Roma, n. 172.

10. Il controllo pubblico sull'attività d'intermediazione mobiliare.

Nella legge sono contenute numerose disposizioni che evidenziano una quantità di atti e di attività mediante i quali si estrinseca la funzione di controllo che fa capo agli organi di vertice del mercato mobiliare. Trattasi di atti ed attività di natura diversa: amministrativi a destinazione individuale (ad es.: il provvedimento abilitativo *ex art. 16*), normativi a destinazione generale (ad es.: le regole di comportamento *ex art. 6*), d'organizzazione (ad es.: le modalità di funzionamento del Fondo nazionale di garanzia *ex art. 15*), etc.; è consentita, per tal via, alle autorità di esercitare un'ampia e penetrante influenza sull'azione degli intermediari. Tra gli altri fondamentali si configurano gli interventi *ex art. 9*: in tale norma la specificazione delle funzioni di vigilanza, attribuite alle differenti autorità pubbliche, si accompagna alla determinazione delle modalità di raccordo operativo tra le medesime.

Fulcro di tale disposizione è il riconoscimento di un potere di regolamentazione-controllo spettante alla Consob ed alla Banca d'Italia, potere che appare unitariamente orientato al perseguimento di elevati livelli di funzionalità e sviluppo del mercato mobiliare. La puntualizzazione delle diverse sfere d'intervento tiene conto delle funzioni e del ruolo istituzionalmente proprio di ciascuna delle menzionate autorità di controllo: le regole comportamentali relative alla trasparenza dei prezzi, all'obbligo di riservatezza, di responsabilità di gestione, di rispetto delle istruzioni del cliente, di divieto di *churing*, etc. sono fissate dalla Consob, quelle in tema di stabilità, vale a dire determinazione dei coefficienti patrimoniali e di liquidità, dei limiti nell'assunzione delle partecipazioni, etc. sono ricondotte alla competenza della Banca d'Italia (1).

I contenuti normativi di tali interventi rispecchiano un rapporto legge-amministrazione più complesso di quello che s'individua in un contesto di mera esecuzione o di attuazione: l'attività di regolamentazione sembra quivi preordinata alla prosecuzione del disegno normativo. Traspare una concezione della disciplina del controllo che fa perno sulla doverosità dei comportamenti, nonché sulla necessaria osservanza di criteri "prudenziali" per l'affermazione di un regime concorrenziale, implicito nella definizione di un mercato in grado di confrontarsi con quello dei nostri *partners* europei. Il vincolo legislativo appare, pertanto, destinato ad espletare effetti contenuti rispetto ad un'ampia attribuzione di poteri disciplinari all'amministrazione; da qui il rilievo del carattere necessario che le disposizioni regolamentari presentano affinché gli obiettivi perseguiti dal legislatore possano avere attuazione. Trova conferma la scarsa proponibilità di riferimenti alle

(1) Per una disamina globale di tali forme di controllo cfr. CARRIERO, *La vigilanza sull'intermediazione mobiliare*, in "Le società", n. 5 del 1991.

Particolare approfondimento merita l'applicazione alle s.i.m. dei coefficienti obbligatori, pur non dovendosi escludere la possibilità di far rinvio ai criteri che in campo bancario presiedono tale aspetto del controllo pubblico – e, dunque, alla individuazione delle funzioni cui assolvono i coefficienti (evitare la rischiosità dell'attivo e legare l'estensione dell'operatività alle dimensioni patrimoniali) – deve ritenersi errato sul piano metodologico una mera trasposizione della regolamentazione creditizia in materia nella disciplina delle s.i.m. A prescindere dalla spiccata diversità dei rischi fronteggiati da tale disciplina rispetto a quelli bancari, la regolamentazione amministrativa dei coefficienti patrimoniali dovrebbe tener conto della diversa valenza che la stabilità presenta nel mercato mobiliare rispetto a quello creditizio; donde l'individuazione dei criteri-guida dell'intervento autoritativo desumibili dalla legge n. 1 del 1991 (consapevolezza che i controlli sono al servizio del mercato, coerenza degli stessi con le norme comunitarie, neutralità tra banche e s.i.m., gradualità). In tal senso cfr. PADOA-SCHIOPPA, *Intervento al convegno "L'industria dei servizi mobiliari dopo la legge sulle s.i.m."* organizzato a Milano dall'I.R.S., aprile 1991.

categorie elaborate con riguardo alla funzione regolamentare dell'amministrazione, in passato sottolineata dalla dottrina nel valutare i poteri normativi con cui le autorità di settore disciplinano il mercato mobiliare (1). Più in generale, va definita sul piano istituzionale l'essenza del conferimento di "largo spazio alla cultura, alla fantasia e, in pari tempo, al senso di responsabilità delle autorità di controllo", cui si richiama un insigne autore (2); più che ravvisare una forma di "delegificazione", si come criticamente sottolineato (3), sembra debbasi aver riguardo alla considerazione che, nella progressiva specificazione delle potestà della pubblica amministrazione, quella normativa appare destinata a disciplinare "sempre più diffusamente i rapporti interprivati" (4). Da qui il riconoscimento di poteri che sottendono un nuovo carattere "costituzionale" dell'amministrazione, collegato alla sua capacità di creare nuove forme di regolamentazione che "derivando dall'esperienza si legittimano sulla scorta di un tipo del tutto nuovo di *necessità di normazione*" (5).

Connesso all'attività di regolamentazione è il riconoscimento di un potere di controllo sull'azione posta in essere dagli intermediari, stante l'esigenza di accertare il rispetto della legge e dei provvedimenti normativi emanati in attuazione di questa. Trattasi di un'attività di verifica di funzioni connessa all'obiettivo della trasparenza del mercato e della stabilità degli intermediari. Si configura, dunque, non accettabile la tesi che ravvisa nell'esplicazione dei poteri della Consob l'esercizio di un "sindacato di merito" (6); conclusione, questa, che tende a superare la posizione di mera *neutralità di giudizio* che contraddistingue gli accertamenti *de quibus* oltre, naturalmente, ad ipotizzare una forma di ingerenza diretta dell'autorità (nei confronti dei soggetti da essa controllati), certamente non ricollegabile alla *ratio* che presiede all'affermazione di un sistema di mercato.

Rileva, al riguardo, la possibilità di richiedere la "comunicazione anche periodica" di dati e notizie, nonché quella di disporre "ispezioni periodiche e straordinarie a mezzo di funzionari" per l'acquisizione di ogni informazione e documento necessario all'espletamento dei compiti di vigilanza. Si individua, dunque, una stretta correlazione tra l'esercizio dei poteri in questione e l'imposizione di una serie di doveri, previsti direttamente dalla legge, di cui sono destinatarie le cennate autorità. All'affermarsi di linee comportamentali improntate ad una maggiore responsabilità, si accompagna l'intento di assicurare, in via generale e permanente, alla Consob ed alla Banca d'Italia la possibilità di conoscere ogni elemento relativo alla struttura dell'intermediario e all'attività da questi svolta, senza l'opponibilità di un diritto di riservatezza. Sotto altro profilo, viene in considerazione l'accoglimento del metodo tradizionalmente seguito nelle forme di controllo aziendale, metodo fondato su analisi di natura "cartolare" (legate cioè a flussi informativi continui, periodici o saltuari) ovvero su accertamenti di tipo "ispettivo" (che si entrinsecano in una diretta acquisizione di notizie mediante accesso presso gli organismi finanziari). Ciò trova conferma nello stesso testo legislativo, stante l'esplicito richiamo ai "poteri... di controllo cartolare e ispettivo" (comma 7), quasi a non lasciar dubbi (rispetto a precedenti stesure della normativa, formulate in sede parlamentare, prive di siffatta indicazione) sui criteri da adottare nell'adempimento delle funzioni di vigilanza.

(1) Cfr. MARZONA, *L'amministrazione pubblica del mercato mobiliare*. Padova, 1988, p. 149 ss.

(2) Cfr. MINERVINI, *Sim e riorganizzazione del mercato mobiliare...*, cit., p. 131.

(3) Cfr. MINERVINI, op. cit., loc. cit.

(4) Cfr. SANDULLI A.M.; *L'attività normativa della pubblica amministrazione*. Napoli, 1970, p. 52.

(5) Cfr. BERTI, *Interpretazione costituzionale*. Padova, 1987, p. 180.

(6) Cfr. BUSSOLETTI, *Le gestioni di patrimoni, la Consob e la Banca d'Italia*, in "Banca impresa società", 1990, p. 85 ss..

Si ripropone, quindi, una problematica per molti versi analoga a quella sollevata dalla dottrina in ordine ai poteri di accertamento dell'organo di controllo bancario (1). In particolare, non sembra sussistano dubbi a riconoscere, anche nelle ipotesi di cui trattasi, l'obbligo di un "segreto d'ufficio" da parte dei funzionari che hanno effettuato l'ispezione; tale obbligo è, del resto, ribadito dalla disposizione in esame la quale, nell'escludere che possa essere "reciprocamente" exceptio dalla Banca d'Italia e dalla Consob, rinvia in materia all'applicazione dell'art. 10 l.b..

Dall'essere i poteri delle nominate autorità pubbliche saldamente ancorati all'interesse "obiettivo" della trasparenza, efficienza e stabilità del mercato deriva un implicito collegamento tra riservatezza sull'attività sottoposta a vigilanza e funzione politico amministrativa svolta dalle medesime autorità. Tale collegamento – se non ammette forme di riserbo all'interno del rapporto diarchico tra gli organi di vertice in parola – consente la riferibilità ad una disposizione, quale l'art. 10 l.b., che notoriamente è preordinata ad operare la "chiusura verso l'esterno di ogni dato o notizia afferente ai soggetti" che appartengono al settore del credito (2). In altri termini, la configurabilità del segreto d'ufficio concorre concretamente alla razionalizzazione del sistema interventistico pubblico predisposto dal legislatore; da qui l'impossibilità di ravvisare, nella specie, una compresenza d'interessi conflittuali (l'uno dell'amministrazione, l'altro dei soggetti tenuti all'informazione), prefigurandosi semmai un equilibrio tra i medesimi in relazione al comune obiettivo del buon andamento del mercato mobiliare.

In tale contesto, l'esercizio del potere d'indagine deve riconoscersi funzionalmente vincolato, nel senso che esso deve essere contenuto nei limiti che derivano dalla funzione per il cui espletamento è attribuito, potendo il sacrificio di posizioni giuridiche soggettive aver luogo solo nei casi e nei modi stabiliti dalla legge. In siffatti limiti diviene possibile accettare l'indubbio tratto autoritativo che caratterizza l'esercizio della potestà ispettiva da parte della pubblica amministrazione, potestà strumentale ad un più ampio potere di vigilanza preordinato all'affermazione di determinati criteri organizzatori (3); dovendosi, per vero, considerare che in una logica strettamente improntata al principio di legalità l'organo pubblico non può incidere "sui diritti tutelati dalla costituzione" se non "nei casi in cui la legge lo consenta in modo espresso" (4).

Per converso, il richiamo legislativo al disposto dell'art. 10 l.b. potrebbe dar adito a dubbi e incertezze in relazione alla posizione paritaria tra le autorità di vertice del mercato mobiliare, cui sembra ispirata l'intera costruzione normativa in esame. Se ne potrebbe, infatti, dedurre l'estensione ai funzionari della Consob adibiti a mansioni ispettive dell'obbligo di "riferire esclusivamente" al Governatore della Banca d'Italia sulle "irregolarità constatate anche quando assumono la veste di reati"; sicché potrebbe addirittura legittimarsi l'interpretazione secondo cui, in ultima analisi, il legislatore anche in *subiecta materia* abbia voluto attribuire al Governatore della Banca d'Italia la funzione di filtro verso l'esterno delle informazioni sulle fattispecie configuranti ipotesi di reato. Ciò a prescindere dall'ovvia riproposizione della problematica concernente la situazione

(1) Cfr. per una valutazione dei suoi diversi profili: COSTI, *L'ordinamento bancario*, cit. p. 249 ss..

(2) Cfr. CAPRIGLIONE, *L'impresa bancaria tra controllo e autonomia*, Milano, 1983, p. 148.

(3) Cfr. VALENTINI, *Ispezione*, voce in "Enc. dir.", vol. XXII, p. 938 ss.

(4) Cfr. LEVI, *L'attività conoscitiva della pubblica amministrazione*, Torino, 1967, p. 105; in senso conforme BOCCHINI, *Prime osservazioni sulle ispezioni della Consob*, in "Rass. ec.", 1980, p. 1585 ss.

soggettiva facente capo al Governatore: se la medesima sia da costruire in termini di facoltà oppure no (1).

Al fine di ricordare gli interventi delle autorità di vigilanza, la legge n. 1 del 1991 detta alcune disposizioni che coordinano l'azione posta in essere dalla Consob con quella che fa capo alla Banca d'Italia; viene, in tal modo, offerta una chiave di lettura per l'individuazione di adeguate forme di "collaborazione" tra i relativi apparati di controllo, dandosi vita, tuttavia, ad avviso di un'attenta dottrina, ad "un *puzzle* interpretativo... offerto al divertimento dei giuristi" (2).

È previsto, infatti, che nella regolamentazione "d'intesa" (concernente vuoi i profili comportamentali vuoi i caratteri strutturali delle s.i.m.) venga considerato come prioritario l'intervento dell'Organo istituzionalmente competente in materia. Per converso, in relazione ai controlli sull'osservanza degli obblighi imposti dalla normativa speciale, il criterio della competenza per funzioni sembra subire una deroga; al fine di "evitare duplicazioni nello svolgimento dell'attività di vigilanza" si consente a ciascuna delle due autorità di far "richiesta" all'altra di effettuare compiti di sua spettanza, salvo il caso in cui venga ritenuto "necessario" esercitare direttamente il potere di vigilanza. L'impianto testuale della norma appare, per vero, poco coerente con i principi a base del controllo per finalità, considerando come fisiologica l'estrinsecazione di una vigilanza in concreto espletata per soggetti. Sotto altro profilo, si incide sul riconoscimento di una posizione paritaria delle autorità di vertice, posizione di cui è conferma l'obbligo di reciproca comunicazione degli accertamenti disposti e delle irregolarità riscontrate, nonché il divieto di eccepire il segreto d'ufficio; ciò in quanto è ipotizzabile un utilizzo differenziato, da parte della Banca d'Italia e della Consob, della cennata facoltà di "richiesta" (il cui esercizio, in ultima analisi, potrebbe essere correlato all'ambito dimensionale dei relativi apparati, oltre che al livello efficientistico di dette tecnostutture). Dipenderà dalle modalità con cui tale disposizione troverà applicazione la possibilità di recuperare sul campo l'originario intento legislativo in essa dichiarato.

Prescindendosi dalle considerazioni che ravvisano nel sistema della legge l'ammissibilità di un controllo esercitato "per delega" (3), va tuttavia sottolineata l'innovazione arretrata al modello ordinatorio dei rapporti tra Consob e Banca d'Italia, rispetto allo schema desumibile dalla vigente normativa. La definizione di sfere di competenza per funzioni trova contemperamento nel criterio della determinazione unitaria ("d'intesa") delle regole che disciplinano il mercato mobiliare: alla logica della "concorrenza – sottolineata dalla dottrina che non ha mancato di richiamarsi all'esigenza di adeguate forme di "collaborazione" (4) – è sostituita quella del coordinamento, che dà vita ad un confronto dialettico tra le cennate autorità, preordinato ad una migliore tutela degli interessi generali cui l'attività di controllo è finalizzata. Su tale costruzione certamente hanno interagito le conseguenze dei profondi mutamenti del sistema finanziario italiano, che vede sempre più svilupparsi il ruolo ricoperto dagli intermediari non bancari. Il riconoscimento di eguali poteri d'intervento alle autorità di cui trattasi segna la tappa terminale di un lento processo

(1) Cfr. sul punto ROMANO, *Sulla revisione delle disposizioni penali*, in "Riv. soc.", 1981, p. 950; BRICOLA, *Commento sub art. 10 l.b. in "Codice commentato della banca"*, cit., Tomo I, pp. 135 ss.

(2) Cfr. MINERVINI, *Sim e riorganizzazione del mercato mobiliare. Alcuni appunti* cit. p. 130.

(3) Cfr. MINERVINI, *op. ult. cit.*, p. 130.

(4) Cfr. CARBONETTI, *Consob*, voce in "Enc. giur. dell'Ist. dell'enc. it. Treccani", vol. 7, Roma, 1988, p. 5.

di adeguamento del quadro istituzionale alla realtà fattuale; processo cui, peraltro, sfugge qualsivoglia forma di raccordo normativo tra gli organi di vertice del mercato mobiliare, richiamati nella legge n. 1 del 1991, e l'autorità istituzionalmente competente a vigilare sulle società fiduciarie (Ministero dell'Industria a norma della legge n. 1966 del 1939), stante la sottoposizione di queste ultime, al pari delle s.i.m., alle prescrizioni in tema di trasparenza e di stabilità emanate dalla Consob e dalla Banca d'Italia.

Coerentemente sembra destinata al superamento ogni interpretazione delle modalità di estrinsecazione del controllo rigidamente legata alla configurazione degli ordinamenti sezionali; non a caso, nei primi commenti della legge n. 1, è stato posto in evidenza che i contenuti di quest'ultima individuano un "razionale punto d'incontro" tra le diverse esigenze che sottendono alla materia della vigilanza pubblica sull'intermediazione mobiliare (1).

(1) Cfr. BESSONE, Relazione al convegno su *"La nuova legge sulle sim: razionalizzazione e trasparenza ..."*, cit.

11. Attività di negoziazione e organizzazione dei mercati mobiliari.

Come si è avuto modo di precisare la legge prescrive alle s.i.m., per lo svolgimento dell'attività di negoziazione nei mercati regolamentati, di "avvalersi di agenti di cambio o di propri dipendenti abilitati a seguito di apposito esame" (art. 7, comma 2). Analogamente si è fatto cenno all'introduzione di rilevanti modifiche all'operatività degli intermediari, stante la previsione di norme sulla concentrazione degli scambi di borsa, nonché sulle modalità di negoziazione fuori dai mercati regolamentati (art. 11). Alla configurabilità di un obbligo di concentrazione fa riscontro l'ammissibilità di deroghe allo stesso consentite solo in presenza di un'autorizzazione scritta del cliente ed al fine "di realizzare un miglior prezzo per il cliente stesso" (comma 2); l'autorizzazione in parola deve essere conferita con riguardo a singole operazioni, restando ferma comunque l'osservanza delle disposizioni che in materia verranno emanate dalla Consob.

Tale regolamentazione – imposta anche alle società di gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare, agli enti creditizi, alle compagnie di assicurazione, alle società che hanno per oggetto sociale esclusivo o principale la compravendita, l'investimento e la gestione di valori mobiliari (commi 7 e 8) – rileva in sede di formazione dei prezzi che, in tal modo, diventano espressione della interazione di tutte, o quasi tutte, le operazioni di scambio dei titoli sul mercato (1). Conseguono la significatività delle quotazioni che, realisticamente, possono ritenersi indicative del rapporto tra volume degli scambi e capitalizzazione di borsa. I casi in cui sono previste eccezioni all'enunciato criterio evidenziano, tuttavia, elementi tali da far considerare ugualmente trasparenti le operazioni concluse. In tale contesto trova, altresì, spiegazione l'esenzione dei titoli di Stato o garantiti dallo Stato dall'obbligo di concentrazione; la creazione del mercato secondario organizzato dei titoli pubblici assicura, infatti, condizioni di apertura concorrenziale tra gli operatori ma anche di autoregolamentazione nel rispetto dei principi posti dall'ordinamento (2).

(1) Per una disamina della problematica relativa all'obbligo di concentrazione degli scambi in borsa e, dunque, delle conseguenze civilistiche e amministrative della violazione dello stesso, cfr. il documento pubblicato dalla SIGE col titolo *Le società d'intermediazione mobiliare*, cit., p. 85 ss.

(2) Cfr. MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato*, in "Quaderni di ricerca giuridica" della Banca d'Italia, n. 18, 1988.

In passato i limiti alla creazione di un mercato secondario dei titoli pubblici derivavano dal disposto dell'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; detta norma vietava, infatti, la creazione di qualsiasi libera istituzione diversa dalla borsa ed avente, al pari di questa, lo scopo di negoziare titoli e valori, donde il divieto di formazione di listini di prezzi. Con il d.p.r. 29 dicembre 1987, n. 556, che ha dettato norme integrative del menzionato r.d. 4 agosto 1913, n. 1068, si è stabilita la inapplicabilità delle disposizioni di quest'ultimo alle «negoziazioni dei titoli emessi o garantiti dallo Stato, effettuate in forme organizzate e con rilevazione e pubblicazione dei relativi prezzi da operatori finanziari», con ciò evidentemente superandosi il divieto di formare listini. Da qui la rilevanza del contenuto normativo del d.m. 8 febbraio 1988 (pubblicato in G.U. n. 62 del 5 marzo 1988), emanato in attuazione del menzionato d.p.r. n. 556, e della Convenzione con cui sono stati definiti l'organizzazione ed i criteri di funzionamento del sistema telematico di negoziazione dei titoli pubblici (v. il testo in "*Bollettino Economico*" della Banca d'Italia, n. 11, ottobre 1988). La partecipazione degli operatori al "sistema" (iscrizione nell'apposito "elenco degli operatori principali") e le modalità d'intervento degli stessi sul mercato (formulazione di offerte di acquisto e di vendita dei titoli, negoziazione in nome e per conto proprio), l'intervento della Banca d'Italia nell'elaborazione (in forma aggregata) e nella pubblicazione delle informazioni relative ai prezzi (minimi, massimi e medi ponderati) appaiono destinati a realizzare una situazione di trasparenza del mercato, la quale non può prescindere da un'equivalenza tra le quotazioni espresse nel sistema telematico e quelle risultanti dai listini di borsa. Ciò non esclude alcune posizioni critiche in letteratura le quali, sotto un profilo civilistico, ricollegano all'esistenza di prezzi diversi (a seconda che siano "all'ingrosso" ovvero "al dettaglio") la possibilità di sperequazioni a danno della clientela, qualora a quest'ultima venga applicato "un prezzo (quello di borsa) meno favorevole del prezzo ottenuto dal commissionario (quello del mercato all'ingrosso)"; in tal senso cfr. MOTTI, *Mercati fuori borsa, nuovi mercati: il caso del mercato secondario dei titoli di Stato*; in AA.VV., *Le attività finanziarie: i controlli*, Bologna, 1990, p. 318.

Analogamente, correlata allo scopo di assicurare la trasparenza del mercato è la potestà della Consob di emanare disposizioni attuative del principio cronologico nella esecuzione degli ordini afferenti alle negoziazioni di valori mobiliari effettuate mediante l'utilizzo di sistemi informatici e telematici di collegamento fra le singole borse (art. 12). Si ha, quivi, un implicito riconoscimento che l'impiego di strumentazioni siffatte per la conclusione e l'esecuzione dei contratti, abbreviando i tempi tecnici delle operazioni, si risolve in più elevati livelli di efficienza del mercato (e, dunque, in una maggiore affidabilità delle strutture) che "è di per se un motivo di richiamo per i risparmiatori" (1).

Il titolo secondo della legge, come si è detto in precedenza, è dedicato all'assetto organizzativo dei mercati mobiliari. La Consob è deputata a determinare con uno o più regolamenti "le modalità di negoziazione, anche diverse dalla negoziazione alle grida prevista dall'art. 17 della l. 20 marzo 1913, n. 272" (art. 20, comma 1). Può, altresì, stabilire che le "negoziazioni di titoli quotati in borsa o ... nel ristretto siano effettuate su un mercato realizzato con l'ausilio di strutture informatiche o telematiche" (comma 2), potendo istituire "mercati anche locali per la negoziazione di valori mobiliari non quotati e non negoziati nel mercato ristretto" (comma 4), disciplinandone "le modalità di organizzazione e di funzionamento" (comma 5). Infine, ad essa è delegata la stipula di accordi con autorità di controllo straniere per il mutuo riconoscimento "dei rispettivi mercati organizzati e regolamentati" (comma 8). Per converso, il Ministro del Tesoro è riconosciuto competente a disciplinare il mercato dei cambi e delle operazioni che ivi si svolgono, nonché a determinare "le forme di vigilanza su detto mercato e le attribuzioni della Banca d'Italia", potendo all'uopo richiedere "dati e notizie agli intermediari professionali autorizzati e agli altri operatori" (art. 21).

Come è stato sottolineato in letteratura l'idea di fondo è quella di organizzare «separatamente i diversi segmenti del mercato», distinguendo quello ordinario dalle altre strutture, si da «far recuperare alle nostre borse il terreno perduto» (2). Effettivamente l'istituzione dei mercati regolamentati si configura specificamente idonea a consentire una rapida introduzione di innovazioni di prodotto e di processo nel sistema finanziario italiano, per cui se tra queste ha già trovato realizzazione la costituzione del mercato telematico secondario dei titoli di Stato (di cui si è detto in precedenza), ulteriori fattori di evoluzione potranno essere arrecati dall'attuazione di un mercato organizzato per il *financial futures* su tassi, su cambi e su indici di borsa ovvero dall'adozione di particolari meccanismi di funzionamento.

Di indubbio rilievo, infine, la prescrizione della liquidazione a mezzo "stanza di compensazione" delle operazioni in valori mobiliari concluse dagli intermediari abilitati (art. 22, comma 1): ad essa si ricollega la facoltà consentita alla Consob ed alla Banca d'Italia di emanare "d'intesa" disposizioni concernenti "le modalità di tempo per la liquidazione ... (e) ... gli adempimenti complementari" (comma 2), nonché "l'istituzione, l'organizzazione ed il funzionamento di una cassa di compensazione e garanzia ... con il compito di garantire il buon fine e la compensazione dei contratti stipulati" (comma 3). Da sottolineare anche l'importanza della disposizione, contenuta nello stesso articolo, che autorizza le s.i.m. "al deposito ed al subdeposito presso la Monte Titoli s.p.a. e all'accesso alla gestione centralizzata dei titoli presso la Banca d'Italia" (comma 4).

(1) Cfr. Audizione del Capo del Servizio Mercati monetario e finanziario della Banca d'Italia, cit.

(2) Cfr. CORAPI, *L'organizzazione dei mercati mobiliari*, in "Le società", n. 5 del 1991.

Si individua un'ampia e complessa problematica che spazia dalla specificazione del rapporto delle s.i.m. con la Monte Titoli (riproponendosi, dunque, l'identificazione dei diversi livelli in cui si articola la gestione centralizzata) (1) alla valutazione dei criteri che presiedono alla recente evoluzione del sistema dei pagamenti (onde la sottoposizione a verifica dei meccanismi di compensazione, quale strumentazione adeguata alle nuove tecniche procedurali) (2). Più in generale vengono in considerazione i poteri normativi che nelle materie dianzi indicate la legge n. 1 del 1991 riconosce agli organi di vertice. A fronte di attribuzioni al Ministro del Tesoro e alla Banca d'Italia che sostanzialmente sono contenute in un ambito circoscritto alla sfera delle competenze proprie di siffatte autorità (rileva, al riguardo, il collegamento tra funzione monetaria e controllo del mercato dei cambi, nonché quello tra emissione della moneta e gestione delle "stanze di compensazione"), viene operato un ulteriore ampliamento della potestà normativa della Consob, evidentemente nell'intento di conferire a tale istituzione un ruolo più incisivo nel determinare l'organizzazione e il funzionamento del mercato mobiliare; ruolo messo in evidenza dall'orientamento giurisprudenziale che, da tempo, ha riconosciuto la particolare ampiezza del potere normativo della Commissione, le cui funzioni di vigilanza giustificano forme di incidenza sull'esplicazione dell'autonomia negoziale privata (3).

Trattasi, infatti, di poteri d'intervento destinati a modificare aspetti significativi della legislazione del 1913 in materia di borsa, sì da ammodernarne la disciplina in relazione alle nuove tecniche di negoziazione dei titoli. Evidente, dunque, la possibilità di incidere sull'impianto della preesistente regolamentazione. Nel rispetto di un disegno che si articola tra la componente "pubblicistica" e quella "professionale", quale profilo caratterizzante della pregressa disciplina (4), potrà conferirsi una diversa connotazione al rapporto tra investimento e risparmio, più consona all'accentuazione del criterio imprenditoriale indotto dall'evoluzione del sistema finanziario, viepiù espressione di libertà di scelta e di iniziativa economica.

(1) Al riguardo v. OFFO, *Una svolta dei titoli di massa*, in questa collana, n. 5; Id., *Dal progetto alla legge Monte titoli*, in "Riv. dir. civ.", 1986, p. 445.

(2) In argomento cfr. *Libro bianco sui sistemi dei pagamenti in Italia*, a cura della Banca d'Italia, Roma, 1987; *Sistemi di pagamento in undici paesi industrializzati*, a cura della B.R.I., Centro stampa della Banca d'Italia, Roma, 1990, in particolare p. 195 ss.

(3) Cfr., da ultimo, Cass. 27 novembre 1990, n. 11412, in "Mondo bancario", 1991, fasc. 3 (in corso di stampa), con nota di PELLEGRINI, *Potestà normativa della Consob e autonomia negoziale privata*.

(4) Cfr. MARZONA, *L'amministrazione pubblica del mercato mobiliare ...* cit. 163.

12. Conclusioni.

Nella ricerca di nuovi assetti del sistema finanziario, la l. n. 1 del 1991 mostra lo sforzo dell'ordinamento di fondare su regole di mercato la realtà organizzativa di nuovi intermediari, recuperando ove possibile aspetti soggettivi e momenti funzionali dell'esistente.

Nell'analisi rilievo determinante è destinata ad assumere la disciplina privatistica, di cui emerge la complessità nel corpo normativo che riconduce lo statuto speciale degli organismi presenti sul mercato a principi societari ed inquadra la relativa attività con riferimento a noti strumenti contrattuali. Lo sforzo legislativo si estende, quindi, alla definizione del nuovo ruolo assegnato alle autorità istituzionalmente competenti a vigilare sul mercato finanziario (Consob e Banca d'Italia). Ne risulta accentuato l'intreccio tra pubblico e privato che tradizionalmente caratterizza i profili sistematici della materia in esame; ciò atteso l'arricchimento dei poteri conoscitivi e di normazione delle cennate autorità, nonché la chiara preordinazione dei medesimi alla salvaguardia dell'interesse degli investitori.

Emerge, altresì, una rinnovata visione dei rapporti tra detti organismi di vertice, finalmente orientati in chiave di collaborazione e di confronto dialettico (anziché di sterile contrapposizione); di fondo la verifica delle possibilità di tenuta unitaria del sistema dei controlli pubblici e, nel contempo, la valutazione della capacità di governare, in via amministrativa, i processi economici che contribuiscono all'evoluzione e alla crescita del Paese.

È con riguardo alla prevista istituzione da parte della Consob di nuovi mercati, fondati sull'iniziativa degli operatori (e, quindi, a prevalente vocazione privatistica), che dovrebbe essere valutata, in futuro, l'opportunità di adeguare ulteriormente il quadro istituzionale delle borse valori, dando spazio ad un modulo organizzativo che comporti un più diretto coinvolgimento degli intermediari. L'attribuzione della gestione delle borse valori, dei servizi e delle strutture ad esse relativi ad un'apposita società – costituita con l'apporto di tutti gli intermediari autorizzati e che operi in regime privatistico – potrebbe realizzare quel «superamento della configurazione esclusivamente pubblicistica dei mercati mobiliari» ritenuta auspicabile nelle conclusioni della *Commissione Sarcinelli* la quale, sul punto, si richiama alla necessità di una «libera creazione privata di mercati mobiliari organizzati in forma d'impresa» ai fini di una «maggiore efficienza e competitività del sistema e nella prospettiva di una ottimale allocazione delle risorse». Si conseguirebbe, altresì, una maggiore corrispondenza alla realtà dei mercati ufficiali stranieri che, nelle piazze finanziarie maggiormente sviluppate, presentano assetti organizzativi di natura societaria (v., ad esempio, il Regno Unito), fatti propri anche dai paesi che di recente hanno assunto provvedimenti di riforma legislativa in *subiecta materia* (1).

(1) Ci si riferisce, in particolare, alla Spagna ove tale assetto dell'organizzazione di borsa è stato conseguito con la l. 24/1988 del 28 luglio.

QUADERNI PUBBLICATI

- n. 1 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, ottobre 1985 (esaurito).
- n. 2 — FRANCESCO CARBONETTI, *Moneta*, dicembre 1985.
- n. 3 — PIETRO DE VECCHIS, *L'istituto di emissione*, febbraio 1986 (esaurito).
- n. 4 — GIUSEPPE CARRIERO, *Governo del credito e Regioni a statuto speciale: il quadro istituzionale*, aprile 1986.
- n. 5 — GIORGIO OPPO, *Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)*, aprile 1986.
- n. 6 — LUIGI DESIDERIO, *Le norme di recepimento della Direttiva comunitaria n. 780/77 in materia creditizia*, maggio 1986 (esaurito).
- n. 7 — GIORGIO SANGIORGIO - FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La legge bancaria: evoluzione normativa e orientamenti esegetici*, giugno 1986.
- n. 8 — VINCENZO MEZZACAPO, *L'attività bancaria nell'ambito dei movimenti di capitali nella CEE*, giugno 1986 (esaurito).
- n. 9 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, luglio 1986.
- n. 10 — FRANCESCO CARBONETTI, *I cinquant'anni della legge bancaria*, settembre 1986.
- n. 11 — *La legge bancaria*, ottobre 1986.
- n. 12 — CARMINE LAMANDA, *L'evoluzione della disciplina del controllo sul sistema creditizio dalla legge bancaria ad oggi*, dicembre 1986.
- n. 13 — GIOVANNI IMPERATRICE, *L'accertamento dell'illecito amministrativo nel diritto valutario e nel diritto tributario*, marzo 1987.
- n. 14 — GIORGIO SANGIORGIO, *Profilo istituzionale della disciplina pubblicistica del credito*, maggio 1987.
- n. 15 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, (a cura di) *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, luglio 1987.
- n. 16 — CARLO TAGLIANTI, *Il credito documentario: nozione, fondamento, problematica*, settembre 1987.
- n. 17 — PIETRO DE VECCHIS, *Aspetti legali delle crisi bancarie in Italia*, gennaio 1988.
- n. 18 — VINCENZO MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato*, agosto 1988.
- n. 19 — FRANCESCO CARBONETTI, *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, ottobre 1988.
- n. 20 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le polizze di credito commerciale*, dicembre 1988.
- n. 21 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La responsabilità penale del banchiere: evoluzione giurisprudenziale e prospettive di riforma*, dicembre 1989.
- n. 22 — MARCELLO CONDEMI, *Le sanzioni amministrative bancarie e la giurisprudenza della Corte d'Appello di Roma*, aprile 1991.
- n. 23 — MARCO MANCINI - MARINO PERASSI, *I trasferimenti elettronici di fondi*, maggio 1991.
- n. 24 — ENRICO GALANTI, *La crisi degli enti creditizi nella giurisprudenza: la liquidazione coatta amministrativa*, giugno 1991.
- n. 25 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Note introduttive alla disciplina delle s.i.m. e dell'organizzazione dei mercati finanziari*, giugno 1991.

