

BANCA D'ITALIA

Quaderni di ricerca giuridica

della Consulenza legale

**L'evoluzione della disciplina
dell'attività di emissione di valori mobiliari**

di Vincenzo Pontolillo



Numero 37 - Giugno 1995

Quaderni di ricerca giuridica

della Consulenza legale

All'analisi economica e tecnica, sulla quale si basa l'azione che la Banca d'Italia svolge come banca centrale e 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 prodotti prevalentemente da appartenenti alla Consulenza Legale e originati da ricerche di specifico interesse per l'Istituto.

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

Coordinatori:

PIETRO DE VECCHIS, GIUSEPPE VITTIMBERGA, VINCENZO CATAPANO, SERGIO LUCIANI, PAOLO ZAMBONI GARAVELLI, LUCIO CERENZA.

**L'evoluzione della disciplina
dell'attività di emissione di valori mobiliari**

di Vincenzo Pontolillo

Numero 37 - Giugno 1995

Ringrazio il dott. M. Filippella per la valida e apprezzata collaborazione
e il dott. A. P. Soda per gli utili commenti.

INDICE

1. Premessa	7
2. L'assetto normativo previgente	10
2.1 I provvedimenti legislativi	10
2.2 Le finalità	12
3. L'assetto attuale	15
3.1 Livello normativo primario: l'art. 129	15
3.1.1 Gli obiettivi	15
3.1.2 Il campo d'applicazione	17
3.1.3 Gli strumenti	19
4. La normativa d'attuazione	21
4.1 La delibera CICR del 12 gennaio 1994	21
4.2 Le istruzioni della Banca d'Italia	22
5. Conclusioni	25
Bibliografia	27

1. Premessa

La regolamentazione dell'attività di emissione di valori mobiliari operata dall'art. 129 del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (1) risponde al principio informatore generale della riforma bancaria di razionalizzare la normativa in linea con gli orientamenti che si sono delineati nel corso del tempo in materia di raccolta di risparmio tra il pubblico.

In particolare, anche nel comparto della provvista di fondi sul mercato finanziario si tende ad introdurre maggiore concorrenza e flessibilità, al fine di accrescere l'efficienza nella allocazione dei flussi finanziari con potenziali benefici per gli intermediari e gli investitori.

Il nuovo quadro normativo mira pertanto a stabilire un più idoneo rapporto tra regole, operatori e mercato finanziario, definendo principi e linee-guida coerenti con il libero esplicarsi delle forze di mercato e lasciando all'attività amministrativa – per definizione più flessibile e più tempestiva rispetto a quella legislativa nell'adozione di interventi correttivi o di sintonizzazione – il compito di stabilire il contenuto tecnico delle regole volte ad accompagnare un'ordinata evoluzione degli strumenti e dell'attività finanziaria in generale.

La struttura della “legge bancaria” del 1936 (2), incentrata, più che su specifiche prescrizioni, sull'attribuzione alle autorità creditizie di una serie di poteri, ha consentito nel corso del tempo numerosi interventi delle autorità amministrative. I rilevanti mutamenti intervenuti nel sistema finanziario hanno portato all'adozione di provvedimenti modificativi e/o integrativi della legge bancaria, accentuando l'opportunità di disporre di una raccolta coordinata ed unitaria delle regole da seguire; ciò prendendo atto, peraltro, del mutamento in corso nel contesto di base: un sistema accentrato essenzialmente sull'intermediazione doveva aprire spazi per un rapporto più concorrenziale tra intermediari e mercato.

L'articolo 129 del T.U., ricollegandosi alla raccolta del risparmio mediante strumenti negoziabili sul mercato, affronta una problematica che ha importanti risvolti dal momento che, in qualche misura, influenza le stesse preferenze degli operatori per i vari strumenti finanziari. È evidente la particolare tempestività che deve caratterizzare, in relazione alla mutevolezza degli equilibri finanziari, le decisioni delle autorità preposte al controllo. La complessità delle problematiche collegate al grado di apertura all'innovazione, tipica del mercato mobiliare, esige una continua attenzione a che le regole siano “adeguate” al momento storico.

La necessità della regolamentazione dell'accesso al mercato dei valori mobiliari deriva, nella sostanza, dall'importanza che tale funzione riveste per il corretto operare di un'economia di mercato: esiste certamente un interesse pubblico alla piena funzionalità del mercato che legittima eventuali limitazioni all'esercizio della libertà d'impresa. Peraltro detta funzionalità non può essere perseguita ove si verificano ostacoli nel “meccani-

(1) D. lgs. 1.9.1993, n. 385.

(2) Per tale intendendosi il R.d.l. 12.3.1936, n. 375, come modificato e integrato dagli interventi legislativi degli anni 1937-1940 (R.d.l. 17.7.1937, n. 1400; L. 7.3.1938, n. 141; L. 7.4.1938, n. 636; L. 10.6.1940, n. 933).

smo” che mette in contatto le esigenze di allocazione di fondi da parte dei settori con avanzi finanziari con quelle di reperimento delle risorse da parte dei soggetti impegnati nella produzione di beni e servizi.

In effetti, il trasferimento di mezzi finanziari che si attua mediante l’emissione di valori mobiliari risulta importante per entrambi i settori dell’economia:

- per il **settore finanziario**, considerato che per questa via alcune categorie di intermediari ottengono i mezzi da utilizzare per l’erogazione del credito o stabilizzano le condizioni di una parte della raccolta (1);
- per il **settore reale**, sotto un duplice profilo: perché le imprese accedono direttamente al mercato mobiliare mediante la richiesta di capitale, di rischio e di prestito, al fine di rafforzare la propria struttura finanziaria (2) e perché la stessa raccolta del sistema creditizio riaffluisce alle imprese sotto forma di finanziamenti.

Lo spessore delle negoziazioni, il grado di mobilitazione dei titoli, la trasparenza nella formazione dei prezzi e, in generale, la complessiva funzionalità del mercato dei valori mobiliari determinano la convenienza degli operatori – imprese o investitori di fondi – a farvi ricorso ovvero a preferire l’intermediazione del sistema creditizio.

Negli anni ottanta la varietà degli operatori presenti sul mercato dei capitali si è notevolmente accresciuta attraverso l’ingresso di nuovi intermediari non bancari, attuato mediante specifiche regolamentazioni di settore, senza peraltro pervenire ad una sistematica regolamentazione dell’accesso al mercato dei valori mobiliari. Ciò probabilmente è stato dovuto alla profondità, alla rapidità ed alla frequenza dei mutamenti che, interessando la struttura del mercato finanziario, il ruolo degli intermediari e le tecniche operative utilizzate, hanno portato ad una progressiva attenuazione nel tempo della centralità delle banche all’interno del sistema finanziario.

A fronte di queste trasformazioni, è divenuta via via meno efficace la regolamentazione offerta dalla legge bancaria del 1936, che individuava nell’attività degli intermediari creditizi e nell’emissione di valori mobiliari, effettuata tramite gli stessi intermediari, i punti cardine rilevanti per il pubblico interesse.

Si delineava così una maggiore attenzione per il mercato dei capitali e per la crescita dimensionale e qualitativa dei diversi segmenti che lo compongono; essa trovava concreta esplicitazione in numerosi provvedimenti normativi, aventi finalità diverse, che hanno peraltro determinato, a causa della stratificazione di norme, un quadro ordinamentale complesso e di difficile interpretazione. In particolare, in materia di accesso al mercato dei valori mobiliari, la distribuzione dei poteri tra le diverse autorità di controllo (CICR, Mintesoro, Minindustria, Banca d’Italia) creava sovrapposizioni non coerenti con la richiesta flessibilità d’intervento; le stesse finalità dei controlli non apparivano di chiara ed univoca evidenza.

Con il Testo Unico, preso atto della opportunità di intervenire anche nella materia dei valori mobiliari, il legislatore non ha inteso realizzare una regolamentazione primaria che

(1) A tale ultimo proposito si pensi alle cartelle fondiarie, alle obbligazioni ed ai buoni fruttiferi emessi secondo le regole del precedente quadro normativo dagli istituti di credito speciale, ai certificati emessi dalle banche, alle obbligazioni con le quali spesso le società finanziarie si dotano di capitale di prestito.

(2) Con riferimento alle esigenze di finanziamento degli investimenti, le imprese hanno la possibilità di emettere titoli “tradizionali” quali le azioni e le obbligazioni; per quelle relative alla gestione della liquidità le imprese hanno ora la possibilità di ricorrere direttamente al mercato monetario mediante l’emissione di cambiali finanziarie e di certificati di investimento (legge 13.1.1994, n. 43 e D.M. Tesoro 7.10.1994).

avesse la pretesa di risultare “onnicomprensiva” e, allo stesso tempo, “stringente”. La finalità è stata invece quella di razionalizzare ed aggiornare il quadro normativo secondo linee guida che prevedessero:

- la chiara enunciazione nella legge degli obiettivi che la normativa si prefigge di conseguire;
- il rinvio alle autorità amministrative della definizione delle regole di attuazione.

Alla chiarezza degli obiettivi, che accresce il grado di condivisione delle regole da parte degli operatori, si unisce così la capacità di interventi flessibili, tempestivi ed in linea con l’evolvere della situazione del mercato finanziario ora, più che nel passato, strettamente integrato nel contesto internazionale.

Prima di analizzare la “ratio” dell’art. 129 del T.U. all’interno della nuova cornice ordinamentale, è opportuno esaminare la “rete normativa” previgente per far emergere le motivazioni che, succedendosi o prevalendo nel tempo, hanno spinto il legislatore ad intervenire nella materia.

2. L'assetto normativo previgente

2.1. I precedenti legislativi

Il quadro normativo preesistente all'entrata in vigore del Testo Unico era caratterizzato dalla stratificazione dei provvedimenti e dalla molteplicità delle finalità perseguite. Una revisione dell'assetto era quindi opportuna, specie ove si consideri che le regolamentazioni sperimentate dai paesi più avanzati hanno posto in luce come una normativa riguardante il mercato finanziario, per risultare efficace, deve basarsi su regole chiare ed univocamente finalizzate, in modo da fornire certezze agli operatori.

L'impalcatura normativa riguardante l'emissione di valori mobiliari era costituita dagli art. 2, 44 e 45 della legge bancaria, dall'art. 21 della L. 4 giugno 1985, n. 281, che si sostituiva all'articolo unico della L. 3 maggio 1955, n. 428, e dall'art. 11 della L. 23 marzo 1983, n. 77.

Dalla combinazione delle menzionate disposizioni emergeva un regime incentrato sullo strumento dell'autorizzazione, di competenza, in taluni casi, dell'autorità tecnica (Banca d'Italia), in altri dell'autorità politica (CICR, Mintesoro).

L'art. 2, 2 comma, infatti richiedeva l'autorizzazione della Banca d'Italia per ogni emissione di titoli che dovesse essere realizzata tramite il circuito creditizio ovvero fosse destinata alla quotazione (1). Dall'ampiezza dell'espressione usata per individuare l'oggetto delle emissioni (2), nonché dall'inclusione di entrambe le vie allora praticate per il classamento di un titolo (intermediazione creditizia/negoziazione sui mercati regolamentati) si potrebbe evincere l'intenzione del legislatore, peraltro non applicata, di ricomprendere nell'obbligo tutti i valori mobiliari esistenti all'epoca, destinati ad essere acquisiti nel portafoglio degli investitori.

L'art. 45 rafforzava il quadro delineato dall'art. 2 sotto entrambi i profili delle istituzioni creditizie e del mercato, da una parte vietando espressamente alle prime di partecipare o prestare la propria assistenza a sindacati di collocamento di titoli che non fossero stati autorizzati dalla Banca d'Italia, dall'altra imponendo la preventiva autorizzazione della stessa autorità tecnica per tutte le nuove emissioni di azioni ed obbligazioni da parte di società ed enti con titoli già quotati in Borsa.

Il quadro della regolamentazione dell'emissione di valori mobiliari previsto dalla legge bancaria era integrato dall'art. 21 della L. n. 281/1985; quest'ultima disposizione sottoponeva ad autorizzazione la costituzione di società, gli aumenti di capitale non gratuiti e le emissioni di obbligazioni di importi superiori ad una soglia predeterminata. Il potere autorizzativo era affidato al Ministro del Tesoro, di concerto con quello dell'Industria e sentito il CICR.

Da un punto di vista sostanziale, l'art. 21 della citata legge 281 si pone in una logica di continuità con la L. n. 428/1955 sotto l'aspetto delle finalità e dello strumentario apprestato per realizzarle (3). In entrambi i casi infatti, al superamento di determinate soglie di

(1) La norma recitava "in Borsa", ma il CICR ha interpretato estensivamente includendovi anche il mercato ristretto (delibera del 29 dicembre 1977).

(2) "azioni, obbligazioni e buoni di cassa e valori mobiliari di ogni natura".

(3) Il testo letterale dell'art. 21 della L. n. 281/1985 appare mutuato in diversi passaggi da quello dell'articolo unico della L. n. 428/1955.

rilevanza scattava l'obbligo di richiedere l'autorizzazione (1). La novità di rilievo è invece rappresentata dalla razionalizzazione operata con riferimento ai soggetti "gestori" dell'autorizzazione stessa: la procedura viene infatti snellita prevedendo la sola competenza del Ministro del Tesoro, sentita la Banca d'Italia (2).

Infine, l'art. 11 della L. n. 77/1983 chiudeva i varchi della regolamentazione vigente prevedendo l'obbligo della comunicazione alla Banca d'Italia delle "emissioni di valori mobiliari di qualsiasi natura da collocare, anche indirettamente, mediante offerta al pubblico" nonché delle "offerte in Italia di valori mobiliari esteri"; dall'obbligo risultavano escluse solo le emissioni assoggettate ad autorizzazione ai sensi dei citati articoli 2, 44 e 45 della legge bancaria o della L. n. 428/1955.

In tal modo, regolamentando le emissioni di titoli da collocarsi presso il pubblico mediante canali diversi da quelli offerti sia dagli intermediari creditizi sia dal mercato ufficiale dei valori mobiliari, si estendeva l'area dei controlli affidati alla Banca d'Italia anche alle forme di raccolta "alternative": i cd. "titoli atipici", in primo luogo, ed i titoli emessi all'estero da collocare sul mercato nazionale. Alla Banca d'Italia venivano attribuiti poteri di riduzione dell'importo delle emissioni nei casi in cui queste presentassero condizioni non coerenti con l'ordinato sviluppo dei flussi finanziari.

Con i citati provvedimenti veniva definito il quadro normativo che – per completezza di analisi – va integrato con la regolamentazione di una particolare tipologia di emissioni di titoli, quelli degli istituti di credito speciale, sottoposti ad autorizzazione della Banca d'Italia ai sensi delle disposizioni contenute nel Titolo VI della legge bancaria (con riferimento al combinato disposto degli artt. 41, 42 e 44).

In proposito, si deve osservare come inizialmente la possibilità di emettere obbligazioni fosse limitata agli istituti esercenti il credito mobiliare e ad un ridottissimo numero di istituti agrari; agli istituti di credito fondiario e edilizio era assegnato, come tipico mezzo di provvista, lo strumento della "cartella fondiaria".

Le autorità creditizie e il legislatore hanno nel tempo razionalizzato le disposizioni sulla raccolta di tali intermediari per adeguare le opportunità operative loro offerte alle mutate condizioni del mercato, specie in seguito agli shocks petroliferi degli anni settanta e ai connessi processi inflattivi. La progressiva omogeneizzazione realizzata negli ambiti e nei gradi di libertà operativa ha consentito di assecondare il finanziamento degli investimenti in un periodo di forte instabilità del mercato dei capitali; inoltre, ha posto il settore in grado di sostenere l'impatto della concorrenza derivante dall'ingresso di nuovi operatori sul mercato.

In particolare, con la legge 23 aprile 1975, n. 125, è stata estesa a tutti gli istituti di credito agrario la possibilità di ricorrere direttamente al mercato dei capitali mediante l'emissione di obbligazioni. L'obiettivo era di favorire l'equilibrio economico e finanziario tra operazioni di provvista e operazioni di impiego, considerati i rischi cui andavano incontro gli istituti che, non avendo possibilità di accesso diretto al mercato, finanziavano operazioni a lunga scadenza, a tassi fissi, mediante provvista a breve, generalmente reperita presso le banche partecipanti.

(1) Il limite in questione è stato nel tempo progressivamente elevato dai 500 mln. originari (L. n. 428/1955) a 2 mld. (L. n. 904/1977), a 5 mld. (L. n. 77/1983) e, da ultimo, a 10 mld. con la L. n. 281/1985.

(2) Nel sistema della L. n. 428/1955 era prevista la preventiva autorizzazione del Ministro per il Tesoro, di concerto con il Ministro per l'Industria e Commercio, sentito il CICR.

Con il *D.L. 13 agosto 1975, n. 376* ed il *D.P.R. 21 gennaio 1976, n. 7*, è stata innovata profondamente la normativa riguardante gli istituti di credito fondiario e edilizio sostituendo le obbligazioni alle cartelle fondiarie come forma tipica di raccolta. La flessibilità delle condizioni e, in particolare, l'abbandono della rigida correlazione di scadenze tra operazioni attive e passive hanno agevolato considerevolmente l'operatività di tali istituti in periodi di forti tensioni sul mercato dei capitali; di converso, hanno reso necessaria una decisa evoluzione delle tecniche gestionali utilizzate.

Infine, la *legge 10 febbraio 1981, n. 23*, ha completato la riforma, estendendo a tutti gli istituti di credito speciale la possibilità di emettere obbligazioni, certificati di deposito e buoni fruttiferi in modo da ampliare la tipologia degli strumenti di provvista a disposizione in un mercato dei capitali sempre più concorrenziale, per la crescente pressione esercitata in particolare dai titoli pubblici.

Lo stesso procedimento autorizzativo veniva gradualmente allentato dall'organo di vigilanza, sia estendendo le tipologie di titoli collocabili sul mercato (obbligazioni indicizzate, convertibili, con warrant), sia concedendo maggiore autonomia agli istituti nell'ambito di condizioni prefissate, di natura sia qualitativa sia quantitativa.

2.2. *Le finalità*

Come già indicato, la finalità dei provvedimenti non sempre appare chiaramente definita negli articoli e, in alcuni casi, non desumibile neppure dagli atti parlamentari; nonostante tali oggettive difficoltà, al fine di offrire spunti di riflessione, si tenta un'analisi dell'evoluzione degli obiettivi di volta in volta perseguiti dal legislatore.

Storicamente, l'emissione di valori mobiliari "tipici" trova una prima regolamentazione nel *R.d.l. 5.9.1935, n. 1613*; tale provvedimento, oltre ad introdurre un'autorizzazione preventiva (1), disponeva una limitazione temporanea alla distribuzione degli utili delle società commerciali e la costituzione, con gli utili in base allo stesso non distribuiti, di un fondo di riserva vincolato all'investimento in titoli di Stato. Se si considera che in quel periodo la legislazione impediva l'investimento in titoli esteri, si può desumere che all'autorizzazione fosse assegnato l'obiettivo di contenere le emissioni di titoli di debito privato al fine di agevolare il classamento di quelle del debito pubblico.

Tale autorizzazione si inquadra in un contesto storico in cui il pensiero economico dominante riteneva indispensabile un incisivo, diretto intervento delle autorità pubbliche per la regolazione dell'economia; l'esistenza di una autorizzazione governativa per "l'impianto di nuovi stabilimenti industriali nonché l'ampliamento di stabilimenti industriali esistenti" (2) integrava, sul piano reale, un quadro regolamentare che poneva una serie di rilevanti vincoli all'iniziativa economica. Nello stesso periodo, l'emanazione della legislazione bancaria forniva ulteriori strumenti per il governo dell'economia.

Anche per gli articoli della legge bancaria, che hanno a lungo formato l'ossatura del sistema dei controlli all'emissione, non erano state esplicitate le finalità specifiche attribuite dal legislatore. La dottrina in passato ne ha disquisito ampiamente sulla base

(1) I poteri autorizzativi erano assegnati (art.8) al Ministro per le Corporazioni, di concerto col Ministro per le Finanze.

(2) Art. 1 del R.D. 15 maggio 1933, n. 590.

dell'analisi del complessivo contesto della regolamentazione pubblica del sistema finanziario dell'epoca.

Con tale regolamentazione, oltre a stabilire le basi giuridiche per l'esercizio del controllo prudenziale sugli enti creditizi – volto ad impedire gli eccessivi immobilizzi e la concentrazione del rischio che avevano portato alle gravi crisi dei primi decenni del secolo – si era in realtà inteso garantire alle autorità anche la facoltà di controllare i flussi finanziari. Considerato il carattere di centralità che le banche rivestivano in quel periodo nel processo di allocazione dei flussi finanziari, ciò equivaleva sostanzialmente ad esercitare il controllo sull'intero sistema finanziario, con la conseguente possibilità di orientare le risorse verso settori ritenuti prioritari dal punto di vista dello sviluppo dell'economia nazionale.

Secondo l'originaria concezione – che riteneva le finalità degli artt. 2 e 45 coincidenti con quelle della stessa legge bancaria – il sistema autorizzativo in materia di accesso delle imprese al mercato dei valori mobiliari completava i più ampi poteri di controllo attribuiti alla Banca d'Italia sulla raccolta del risparmio a medio e lungo termine e di esercizio del credito da parte degli istituti di credito speciale.

Successivamente, un'interpretazione evolutiva ha posto l'accento sulla “disciplina dei flussi finanziari”, partendo dalla considerazione che ogni emissione, incidendo sulla quantità e sulla composizione delle attività finanziarie disponibili sul mercato in un determinato momento, ne ritocca l'equilibrio. Ai controlli amministrativi era demandato il compito di “gestire” l'insieme delle emissioni in modo tale da garantire che il trapasso da un equilibrio a quello successivo avvenisse in modo ordinato. Inoltre a tali norme era riconosciuta anche una finalità prudenziale: evitare che tramite l'assunzione di impegni di garanzia, in particolari situazioni di mercato, potessero crearsi a carico delle istituzioni creditizie eccessivi immobilizzi o stretti legami con le imprese non finanziarie, con potenziali effetti negativi sulla stabilità delle banche.

L'attività legislativa riguardante l'emissione di valori mobiliari prosegue, dopo la regolamentazione realizzata dalla legge bancaria e fino agli anni '50, con una lunga serie di provvedimenti di proroga/aggiornamento della soglia di rilevanza ai fini dell'autorizzazione prevista dal citato R.d.l. n. 1613/1935; l'unica modifica sostanziale alla disciplina si deve ravvisare nel passaggio della competenza autorizzativa dal Ministro per le Corporazioni al Ministro del Tesoro (1).

L'analisi delle finalità sottostanti all'approvazione, nel 1955, della legge n. 428 evidenzia come la stessa si proponesse un duplice obiettivo:

- disciplinare l'impiego dei capitali, finalità peraltro rimasta inattuata;
- “ovviare a che un accentuato ricorso al risparmio in un ristretto lasso di tempo possa avere un'influenza negativa sull'esito delle singole operazioni, oltre che nuocere al regolare andamento dei mercati finanziari” (2). La locuzione assume rilievo per essere stata il primo riconoscimento dichiarato dell'obiettivo poi sintetizzato nell'espressione “regolamentazione dei flussi finanziari”.

Anche la successiva L. n. 77/1983 ha esplicitato la propria finalità, essendo i poteri di riduzione delle emissioni attribuiti alla Banca d'Italia “ai soli fini del controllo dei flussi finanziari” (art. 11, 1° comma). Con il decreto del Ministro per il Tesoro dell'8.9.1983 si

(1) Art. 1 del d. lgs. lgt. 15.2.1946, n. 169.

(2) Relazione al disegno di legge.

circoscrive in modo più chiaro tale obiettivo, stabilendo che l'intervento della Banca d'Italia sulle emissioni e offerte disciplinate dall'art. 11 debba avvenire al fine di "assicurare un equilibrato andamento del mercato finanziario con riguardo sia alla quantità sia alla composizione dei flussi finanziari, coerentemente con gli obiettivi generali di politica economica"; per la valutazione dell'incidenza delle emissioni sull'equilibrio del mercato assumono inoltre rilievo anche le "caratteristiche" dell'emissione stessa, intese quali scadenza, rendimento, indicizzazioni, etc.

La finalità appare sostanzialmente coincidente con quella espressa dalla precedente L. n. 428/1955 e consiste nell'assicurare l'equilibrio del mercato finanziario, evitando le turbative che possono derivare dalla concentrazione temporale di emissioni in eccesso rispetto al risparmio disponibile (profilo quantitativo), dall'offerta di particolari tipologie di titoli o di valori mobiliari recanti particolari condizioni (profili concernenti la composizione e le caratteristiche delle emissioni). Il fatto che le emissioni azionarie ed obbligazionarie "già assoggettate a leggi vigenti" (in particolare alla citata L. n. 428) fossero state escluse dal campo di applicazione dell'art. 11 della L. n. 77/1983, offre argomenti a favore di chi ha individuato nelle due normative una sostanziale unicità di disciplina.

Più in particolare, le finalità dell'art. 11 della legge n. 77 vanno ravvisate:

- nella necessità di estendere i poteri delle autorità monetarie anche ai canali di finanziamento "alternativi", emergenti in quel periodo con l'emissione dei c.d. "titoli atipici", al fine di controllare la complessiva dinamica dei flussi finanziari;
- nell'opportunità di mettere in grado l'autorità di vigilanza di tenere sotto osservazione strumenti finanziari non regolamentati; ciò al fine di evitare l'utilizzo di condizioni pregiudizievoli per il sottoscrittore, suscettibili di ingenerare crisi di fiducia nel funzionamento del sistema finanziario;
- nell'esigenza di evitare distorsioni concorrenziali tra segmenti di mercato in relazione alla sottoposizione o meno a forme di controllo.

Nella indicazione della finalità della successiva L. n. 281/1985, contenuta nel 1° comma dell'art. 21 ("Al solo fine di assicurare la stabilità del mercato dei valori mobiliari"), emerge per la prima volta, riferito al mercato dei valori mobiliari, il valore della "stabilità". Nel contempo, vengono modificati i poteri nel senso che alla Banca d'Italia è assegnato il compito di fornire il proprio parere tecnico all'organo politico, Ministro per il Tesoro, titolare del potere autorizzativo e responsabile ultimo del perseguimento della finalità pubblica della stabilità del mercato finanziario.

La differenza nella scelta del termine rispetto a quello utilizzato, appena pochi anni prima, dal legislatore della legge n. 77 ("equilibrio"), nonché la diversa procedura prevista, hanno fatto ritenere ad alcuni autori che venisse attribuito un potere più rilevante, consistente nella possibilità di governare l'evoluzione della stessa struttura finanziaria, orientandola nella direzione appropriata a sostenere lo sviluppo dell'apparato produttivo.

3. L'assetto attuale

3.1. Livello normativo primario: l'art. 129

L'art. 129 del T.U. razionalizza l'intera materia dell'emissione di valori mobiliari, abrogando il precedente quadro normativo.

Considerato che la finalità assegnata alla norma è stata chiaramente esplicitata nel 4^o comma, si ritiene opportuno esporre il commento dell'articolo in questione partendo dall'analisi degli obiettivi che si intendono raggiungere per poi soffermarsi sul campo di applicazione e sugli strumenti allo scopo predisposti (1).

3.1.1. Gli obiettivi

“Assicurare la stabilità del mercato dei valori mobiliari” è la “ratio” della disposizione.

(1) L'art. 129 del T.U. recita:

“1. Le emissioni di valori mobiliari e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri devono essere comunicate alla Banca d'Italia, a cura degli interessati, ove di ammontare eccedente il limite da questa fissato. Tale limite deve essere comunque superiore a dieci miliardi di lire.

2. All'obbligo di comunicazione sono del pari assoggettate le operazioni che, deliberate o da effettuarsi in più riprese, superino complessivamente il predetto limite nell'arco di dodici mesi.

3. La comunicazione indica le quantità e le caratteristiche dei valori mobiliari nonché le modalità e i tempi di svolgimento dell'operazione. Entro 15 giorni dal ricevimento della comunicazione la Banca d'Italia può chiedere informazioni integrative.

4. L'operazione può essere effettuata decorsi venti giorni dal ricevimento della comunicazione ovvero, se richieste, delle informazioni integrative. Al fine di assicurare la stabilità del mercato dei valori mobiliari, entro il medesimo termine di venti giorni la Banca d'Italia può differire l'esecuzione dell'operazione secondo criteri determinati in via generale dal CICR. La Banca d'Italia può vietare l'operazione quando ricorrano condizioni individuate in via generale dal CICR.

5. Le disposizioni di cui al presente articolo non si applicano:

- a) ai titoli di Stato o garantiti dallo Stato;
- b) ai titoli azionari;
- c) all'emissione di quote di fondi comuni di investimento mobiliare nazionali;
- d) alla commercializzazione in Italia di quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari situati in altri paesi della Comunità europea e conformi alle disposizioni comunitarie;
- e) ai titoli emessi in forza di autorizzazione del Ministro del tesoro a norma del regio decreto-legge 15 marzo 1927, n. 436, convertito dalla legge 19 febbraio 1928, n. 510.

6. La Banca d'Italia, in conformità delle deliberazioni del CICR, può determinare, in relazione alla quantità e alle caratteristiche dei valori mobiliari, alla natura dell'emittente o alle modalità di svolgimento dell'operazione, tipologie di operazioni sottratte all'obbligo di comunicazione previsto dal comma 1 ovvero assoggettate a una procedura semplificata di comunicazione.

7. La Banca d'Italia emana disposizioni attuative del presente articolo”.

Preoccupato dalle sovrapposizioni normative e dalle incertezze interpretative sulle finalità ultime delle disposizioni governanti il ricorso al mercato dei capitali mediante l'emissione e l'offerta di valori mobiliari, il legislatore si è determinato a definire con chiarezza, nel testo dell'articolo in questione, lo scopo della regolamentazione.

Il primo elemento di rilievo risulta essere il termine “*stabilità*” del mercato. Con esso deve intendersi che il trapasso dall'equilibrio che si forma sul mercato in un dato momento – quale espressione dell'andamento delle grandezze reali e finanziarie dell'economia, dell'apprezzamento che ne fanno gli operatori e delle aspettative che conseguentemente si formano – a quello immediatamente successivo avvenga in condizioni di coerenza con la situazione precedente.

Il concetto di stabilità risulta quindi strettamente legato al funzionamento dei meccanismi del mercato, del quale esalta il ruolo. In tale visione, le autorità vengono dotate di strumenti d'intervento al solo fine di impedire che fattori di asintonia con le generali condizioni del momento possano, agendo all'interno dei circuiti finanziari, provocare disfunzioni nel processo di formazione delle decisioni di allocazione del risparmio. Tra tali fattori sono indubbiamente da annoverare l'aumento della pressione della domanda di fondi rispetto all'offerta, determinato dalla concomitanza di emissioni di dimensioni superiori alle potenzialità di assorbimento ovvero da offerte di titoli aventi caratteristiche non in linea con quelle di mercato, con conseguenti ingiustificate tensioni sui corsi e formazione di aspettative non corrette nei presupposti.

La finalità espressa dal legislatore con riferimento alla disciplina dell'accesso al mercato mobiliare non può essere considerata a sé stante; essa sembra porsi in termini di ancillarità con alcuni degli obiettivi basilari dell'ordinamento giuridico ed in posizione di complementarietà funzionale rispetto ad altri fini perseguiti dal Testo Unico.

Sotto il primo profilo rileva la posizione di stretta strumentalità della stabilità del mercato rispetto alle finalità, costituzionalmente garantite, di tutela del risparmio (art. 47 Cost.) e di libertà d'iniziativa economica (art. 41 Cost.).

Della prima rappresenta una necessaria condizione prodromica: non può realisticamente essere salvaguardata adeguatamente la funzione del risparmio se il “luogo” nel quale si scambiano le informazioni, sulla base delle quali si formano le decisioni di investimento, risulti caratterizzato dalla presenza di titoli le cui condizioni non sono oggettivamente definibili o da fluttuazioni dei corsi legate alla pressione temporanea della domanda più che all'andamento delle grandezze reali sottostanti.

Riguardo alla seconda, una lettura superficiale potrebbe condurre a ritenere che la libertà d'iniziativa economica risulti affievolita dalla previsione di determinati vincoli in materia di approvvigionamento di fondi sul mercato mobiliare da parte dell'imprenditore.

È certamente necessario che l'interesse pubblico alla preservazione della funzione del risparmio – quale meccanismo sul quale si innesta il circuito accumulazione-investimento, di importanza fondamentale per la crescita economica di un paese – debba prevalere in caso di contrasto con il pieno estrinsecarsi dell'iniziativa economica del singolo imprenditore. Va comunque osservato che il disposto dell'art. 129 del T.U., fornendo strumenti a garanzia dell'ordinato operare del mercato dei valori mobiliari, è in realtà preordinato a migliorare la funzionalità del canale di allocazione del risparmio complementare a quello creditizio e, pertanto, ad accrescere le “potenzialità” di reperimento delle risorse necessarie alla nascita ed allo sviluppo dell'impresa.

3.1.2. *Il campo di applicazione*

“*Mercato dei valori mobiliari*” è il secondo elemento di rilievo nell’espressione del comma 4° che descrive la finalità dell’art. 129 del T.U.

Chiarita, con l’emanazione della normativa secondaria, l’estensione da dare all’accezione “valori mobiliari” (1), in passato frequente oggetto di dispute tra giuristi, la citata espressione richiama le alterne vicende che hanno caratterizzato l’azione regolamentatrice di settore e, sotto un diverso profilo, le problematiche connesse alle interrelazioni, sempre più frequenti, con gli altri segmenti del mercato finanziario.

L’attenzione per il mercato dei valori mobiliari e la sensibilità alle relative problematiche è andata crescendo nel tempo. Innanzitutto, per il progressivo affermarsi di linee di pensiero liberistiche individuanti nel mercato il presupposto ed il necessario volano per lo sviluppo dell’economia; l’integrazione internazionale e, in ambito comunitario, la tendenza all’armonizzazione delle legislazioni hanno avuto un ruolo non secondario.

Un mercato “efficiente”, attenuando l’incertezza relativa al valore delle attività finanziarie, da un lato, consolida la fiducia che i risparmiatori ripongono nelle stesse, dall’altro, migliora l’allocazione delle risorse nel circuito reale dell’economia.

L’evoluzione legislativa intervenuta a partire dalla fine degli anni settanta ha creato le premesse per un più equilibrato rapporto tra intermediazione e mercato. In precedenza il ruolo centrale dell’intermediazione creditizia e l’intervento pubblico incentrato sulla concessione di agevolazioni creditizie costituivano fattori convergenti nel determinare uno sbilanciamento della composizione delle fonti di finanziamento ed una segmentazione del mercato finanziario.

Nella direzione dell’**obiettivo di sviluppo del mercato dei capitali** hanno operato la riduzione degli incentivi di natura creditizia, l’eliminazione del fenomeno della doppia imposizione sugli utili societari distribuiti (L. n. 904/1977), l’istituzione dei fondi comuni di investimento mobiliare aperti (L. n. 77/1983), la previsione, infine, di facilitazioni per la quotazione in borsa dei titoli emessi dalle imprese (L. n. 169/1983).

L’azione delle autorità (2) è stata rivolta a promuovere una maggiore funzionalità del mercato dei titoli privati considerati i positivi risultati in termini di spessore, liquidità, efficienza conseguiti nel comparto dei titoli pubblici che ha consentito il soddisfacimento delle ingenti necessità di finanziamento del deficit del settore pubblico.

Al fine di rivitalizzare il mercato borsistico nazionale, caratterizzato da un numero limitato di titoli quotati e dalla asfitticità delle contrattazioni anche per la prassi di negoziare i titoli “fuori mercato”, con la L. n. 1/1991 è stato disposto l’obbligo della concentrazione degli scambi in borsa, creata una nuova figura professionale di intermediario-persona giuridica (la società di intermediazione mobiliare) più rispondente alle esigenze di moder-

(1) Nella definizione di “valori mobiliari” (cfr. Istruzioni di Vigilanza per gli enti creditizi, Cap. XIII, §3) rientrano tutti gli strumenti di raccolta di fondi, negoziati o negoziabili in un mercato, destinati ad una pluralità di investitori anche appartenenti a categorie predeterminate; sono ricompresi anche i titoli rappresentativi di prodotti derivati (quali i futures, le options, gli swaps, i forward rate agreements, etc.).

(2) Non va sottaciuto il rilevante impulso fornito alla crescita del mercato mobiliare da iniziative ed innovazioni di tipo tecnico volte a migliorarne la funzionalità (gestione accentrata dei valori, passaggio ad un sistema di rapporti multilaterali nelle contrattazioni, sostituzione della contrattazione continua alla chiamata alle grida e avvio di comparti telematici del mercato).

nizzazione del mercato di borsa, prevista infine la creazione di “mercati locali” dei valori mobiliari volti ad agevolare il reperimento di capitali da parte di medie e piccole imprese a carattere locale.

L'articolo 129 del T.U. si pone nella linea tracciata dai provvedimenti sopra citati, in piena coerenza, peraltro, con le possibilità offerte dagli artt. 11 e 12 del medesimo D.lgs. n. 385/1993.

Il primo dei due articoli istituzionalizza la nascita di un altro segmento del mercato monetario consentendo, tra l'altro, ad alcune categorie di operatori non bancari (1) la raccolta diretta del risparmio, effettuabile mediante l'emissione di strumenti di debito a breve termine quali le “cambiali finanziarie” di cui alla legge 43/1994 ed i “certificati di investimento” (2); il secondo conferma la possibilità per tutte le banche di emettere obbligazioni, facoltà che in prospettiva può contribuire ad accrescere lo spessore del mercato dei titoli obbligazionari privati.

La crescita del ruolo del mercato riposa in via primaria sull'azione virtuosa delle banche. Le maggiori possibilità per le imprese di ricorrere a forme di finanziamento diverse dal credito bancario inducono le banche a sviluppare nuove forme di sostegno alla clientela in stretta complementarità con il mercato dei capitali (finanza di impresa, merchant banking) e a stimolare l'apertura delle stesse imprese al mercato, anche attraverso una maggiore considerazione, nel processo di valutazione del merito creditizio, della dotazione di capitale di rischio e dell'equilibrio della struttura finanziaria dei richiedenti il fido.

A tale ultimo aspetto è connesso il rilievo centrale assunto dal principio della “sana e prudente gestione” delle banche, quale fondamento della stabilità del singolo soggetto e riconoscimento della interdipendenza tra corretto funzionamento dei mercati e corretto operare dei soggetti che ne fanno parte.

L'articolo 129 in esame ha, tra l'altro, opportunamente definito le competenze e le connesse responsabilità di amministrazione del procedimento previsto, concentrando i relativi poteri in un unico organismo, l'autorità amministrativo-technica, in grado, per la sua natura e per il quotidiano operare, di intervenire con tempestività e coerentemente con l'evoluzione della situazione del mercato finanziario.

Dall'analisi della norma sembra meglio chiarito anche il fondamento logico della suddivisione dei compiti tra gli organi di vigilanza che insistono sul settore dei valori mobiliari, la Consob e la Banca d'Italia, derivante dalla complessiva considerazione delle leggi n. 216/1974 e n. 1/1991. Alla Banca d'Italia risulta affidata la protezione del “valore” connesso alla stabilità, sia dei singoli soggetti professionali operanti nel campo dell'intermediazione finanziaria, sia di quella “complessiva” del mercato; alla CONSOB sono attribuite le competenze relative alla trasparenza dei prezzi ed al funzionamento dei meccanismi di formazione degli stessi, all'informativa offerta al pubblico nonché alla correttezza dei comportamenti e delle operazioni poste in essere.

Non va infine trascurata, anche per le rilevanti ricadute pratiche, la semplificazione operativa cui ha condotto la regolamentazione unitaria dell'art. 129 del T.U.

(1) Sostanzialmente quelli con titoli negoziati in un mercato regolamentato e quelli con bilanci degli ultimi tre esercizi in utile.

(2) A norma della delibera CICR del 3 marzo 1994; peraltro nella stessa delibera è stata temporaneamente preclusa alle banche la possibilità di raccogliere il risparmio mediante l'emissione di cambiali finanziarie in considerazione della proposta di revisione del trattamento fiscale delle rendite finanziarie.

In linea con i più recenti indirizzi dell'attività di normazione secondaria, sintetizzabili nella formula "meno regole, più mercato", la previsione di un procedimento particolarmente snello al posto del complesso meccanismo autorizzativo del previgente quadro normativo (1) sembra funzionale al raggiungimento di ulteriori obiettivi: accompagnare la crescita dell'economia reale, predisponendo meccanismi efficaci e prontamente attivabili per il ricorso del settore produttivo al mercato finanziario; accrescere l'efficacia dei controlli delle autorità; rendere proceduralmente più agevole l'accesso al mercato mobiliare e più tempestiva la "risposta" dell'autorità di controllo; "last but not least", alleggerire l'onerosità globale delle operazioni di reperimento di fondi tramite l'emissione di valori mobiliari col ridurre i "costi impliciti" di norma connessi all'esistenza di una procedura autorizzativa complessa (2).

La disciplina del settore mobiliare è destinata nel prossimo futuro ad una ulteriore revisione, in relazione al recepimento delle Direttive CEE 93/6 e 93/22 riguardanti, rispettivamente, l'adeguatezza patrimoniale degli intermediari ed i servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, integrando il processo di razionalizzazione per molti versi già attuato.

3.1.3. *Gli strumenti*

Pienamente coerente con le finalità appare lo **strumentario** predisposto per l'autorità amministrativa: questo è basato sull'obbligo della preventiva comunicazione delle operazioni rilevanti (vale a dire, di ammontare superiore ad una determinata soglia) e sul potere, concesso all'autorità tecnica, di differire o vietare le operazioni:

- non in linea con le condizioni, attuali e prospettive, del mercato dei capitali o
- ritenute "indesiderabili" per le caratteristiche intrinseche dell'operazione o dei valori mobiliari oggetto della stessa.

Mentre il potere di divieto risulta esercitabile solo nel caso in cui la struttura dell'operazione o i titoli oggetto della stessa siano considerati in via "non temporanea" incompatibili – per natura o caratteristiche – con il buon funzionamento del mercato dei valori mobiliari, il differimento può essere esercitato ogni qualvolta l'emissione o l'offerta risultino "inopportune" in relazione alla contingente situazione del mercato.

Il primo potere rappresenta quindi lo strumento che, in sostituzione di quello previsto dall'art. 11 della L. n. 77/1983, consente all'organo di controllo di impedire l'accesso al mercato a valori mobiliari mancanti dei requisiti di trasparenza contrattuale, comprensibilità ed oggettività di determinazione delle condizioni e delle caratteristiche finanziarie. L'investitore è così posto in grado di effettuare le sue decisioni in un quadro di chiarezza circa le caratteristiche intrinseche dei titoli e di comparabilità delle condizioni con gli investimenti alternativi; allo stesso tempo, al processo di innovazione finanziaria viene garantito un contesto appropriato entro il quale le iniziative possano svilupparsi.

Il secondo è invece funzionale al controllo dei flussi finanziari inteso, in senso tecnico, a garantire l'ordinato affluire sul mercato della domanda di fondi evitando turbative

(1) Artt. 11, L. n. 77/1983, e 21, L. n. 281/1985.

(2) La natura pubblicistica della supervisione è stata opportunamente integrata con criteri fondati su concetti di imprenditorialità privata.

nei corsi dei titoli e, in generale, nel processo di allocazione delle risorse tra le varie attività finanziarie.

La norma opera, rispetto alla previgente disciplina, da un lato, un ampliamento dell'oggetto del controllo – non più limitato ai valori mobiliari “da collocare, anche indirettamente, mediante offerta al pubblico” (1) ma esteso anche ai collocamenti privati e a quelli rivolti ad investitori istituzionali – dall'altro, un restringimento di tipo qualitativo e quantitativo.

Per il primo aspetto, rileva il fatto che non rientrano nel campo di applicazione dell'art. 129 del T.U., oltre ai titoli di Stato, alle quote di fondi comuni ed ai titoli delle società esercenti l'attività di vendita a rate di autoveicoli, già esclusi in precedenza, anche i titoli azionari nonché quelli emessi dagli organismi comunitari di investimento collettivo in valori mobiliari rispondenti alle Direttive CEE. L'esclusione di titoli azionari rappresenta una rilevante innovazione determinata dalla considerazione che all'investimento in titoli rappresentativi di capitale di rischio di norma si rivolgono i risparmiatori consapevoli, per i quali la normativa vigente in tema di trasparenza e d'informativa al pubblico già costituisce un adeguato presidio.

Per il secondo, si deve tener conto della circostanza che sono state sottoposte agli obblighi di cui all'art. 129 del T.U. solamente le operazioni di rilevante ammontare, partendo dalla considerazione che quelle di importo limitato non sono in grado di determinare variazioni significative degli equilibri del mercato. In proposito, nel delegare all'organo tecnico di controllo la fissazione della soglia al di sopra della quale l'operazione diventa “rilevante”, il legislatore ha stabilito comunque che l'importo sia superiore a 10 miliardi. Al fine di evitare elusioni, è stato precisato che vada considerato l'ammontare complessivo di tutte le emissioni/offerte deliberate o da effettuarsi, anche in più riprese, entro l'arco temporale di un anno.

La specificazione dell'assoggettamento alla disciplina delle offerte in Italia di “valori mobiliari esteri” (2) ha inteso salvaguardare l'equilibrio del mercato nazionale anche in presenza di richieste di fondi da parte dell'estero; nel contempo si ha la possibilità di verificare la sussistenza nel paese di “origine” di un quadro ordinamentale e di un sistema di controlli in grado di offrire sufficienti garanzie.

(1) Art. 11, 1° comma, L. n. 77/1983.

(2) La disciplina dettata dall'art. 129 del D.lgs. n. 385/1993 assorbe quindi anche quella preesistente in materia di offerte di valori mobiliari esteri, dettata dal Ministro del Tesoro (cfr. art. 5 del D.M. 27 aprile 1990).

4. La normativa di attuazione

Considerata l'ampiezza della delega affidata dall'art. 129 del T.U. alle autorità amministrative, per poter valutare compiutamente il funzionamento della disciplina, appare necessario integrare i principi informativi descritti con la disamina della normativa secondaria.

Essa consta di due provvedimenti, la delibera assunta dal CICR il 12.1.1994, in ottemperanza al disposto dei commi 4 e 6 dell'art. 129 del T.U., e le istruzioni relative alle emissioni e alle offerte in Italia di valori mobiliari emanate nel giugno 1994 dalla Banca d'Italia, tenendo conto del rinvio contenuto nel comma 7 dello stesso art. 129 del T.U. (1).

4.1. La delibera CICR del 12 gennaio 1994

Con la delibera in questione, il Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio ha determinato i criteri ai quali la Banca d'Italia si è successivamente attenuta nell'esercizio della potestà normativa delegata dal D.lgs. n. 385/1993.

Il Comitato ha innanzitutto definito l'"ambito di applicazione" degli strumenti che la legge ha assegnato all'autorità amministrativa, disponendo che il *provvedimento di differimento*, per la sua stessa natura, deve riferirsi ai profili quantitativi dell'operazione assoggettata all'obbligo di comunicazione, mentre i *provvedimenti di divieto* possono invece essere assunti sia in relazione ad aspetti quantitativi sia anche alle caratteristiche dei titoli.

La delibera fissa in tre mesi il termine massimo per il differimento dell'operazione, riguardando quest'ultimo profili attinenti esclusivamente la quantità di valori mobiliari. Tale limite circoscrive l'ambito discrezionale dell'autorità amministrativa e tende ad evitare un'impropria sovrapposizione tra lo strumento in questione e quello del "divieto".

Sotto il profilo meramente quantitativo, il potere di divieto è applicabile in presenza di operazioni giudicate dall'autorità tecnica "incompatibili" con la situazione del mercato e sempreché il periodo massimo previsto per il differimento non risulti sufficiente a superare tale situazione. L'ostacolo viene meno ove il proponente si disponga a frazionare l'operazione secondo importi e tempi giudicati accettabili in relazione alla situazione attuale ed al prevedibile andamento del mercato.

Con riferimento al profilo delle caratteristiche dei valori mobiliari il divieto è applicabile in presenza di uno dei seguenti casi:

- a) la raccolta di fondi rimborsabili non avvenga in conformità delle altre norme del T.U. in materia di raccolta in titoli degli operatori non bancari e delle banche (artt. 11 e 12 D.lgs. n. 385/1993) e la durata dei titoli sia inferiore a 3 anni (2);
- b) il contenuto contrattuale di titoli tipici sia diverso da quello previsto dall'ordinamento;
- c) i titoli – non previsti dall'ordinamento o non dotati di sufficiente grado di diffusione – non siano riconducibili a uno schema di generale applicazione, promosso o curato

(1) Cfr. Cap. XIII delle Istruzioni di Vigilanza per gli enti creditizi.

(2) Una possibilità del genere potrebbe prospettarsi per le emissioni obbligazionarie sul mercato dell'euro lira, qualora le stesse siano collocate in Italia; è infatti stato di recente rilevato come la durata di alcune emissioni della specie, pari ad un anno, risulti inferiore al limite fissato dal CICR.

da intermediari del mercato mobiliare sottoposti a vigilanza prudenziale e concordato con l'Autorità di controllo;

- d) ove si tratti di valori mobiliari rappresentativi di quote di patrimoni in gestione collettiva, l'attività di gestione sia esercitata in forme diverse da quelle consentite dalla legge;
- e) le condizioni finanziarie delle operazioni alterino il corretto e ordinato funzionamento del mercato o non siano improntate a criteri di semplicità e trasparenza;
- f) le formule di indicizzazione non facciano riferimento a indicatori, determinati e calcolati con criteri di oggettività, rilevati su mercati ampi e trasparenti;
- g) quando oggetto dell'emissione o offerta siano valori mobiliari che attribuiscono il diritto a sottoscrivere, acquistare o scambiare altri valori mobiliari, essi non soddisfino i medesimi requisiti richiesti per il valore mobiliare principale;
- h) nel caso di valori mobiliari esteri, non possa essere accertata, oltre alle condizioni indicate in quanto applicabili, l'esistenza nel paese dell'emittente o dell'obbligato principale di discipline e controlli omologhi a quelli previsti dall'ordinamento nazionale. Qualora si tratti di prodotti derivati, non negoziati in mercati organizzati per tali prodotti, l'emittente o l'obbligato principale non sia un intermediario del mercato mobiliare sottoposto nel paese d'origine ad adeguate forme di vigilanza prudenziale.

Il CICR ha stabilito che la Banca d'Italia possa determinare i casi di *esonero dalla comunicazione* e quelli per i quali è ammessa una *procedura semplificata* consistente nella fissazione di un termine più breve di quello ordinario per il silenzio-assenso ovvero nella possibilità di cumulare in un'unica comunicazione più operazioni. La Banca d'Italia esercita tale facoltà avendo presente la natura giuridico-economica dell'emittente, le caratteristiche dei titoli, la quotazione presso mercati regolamentati e l'area geografica di appartenenza dell'emittente (se estero).

Infine il CICR ha disposto che la Banca d'Italia richieda i dati consuntivi sull'attività di collocamento di valori mobiliari ai fini di una rilevazione sistematica che consenta un complessivo monitoraggio delle grandezze finanziarie in questione.

4.2. *Le Istruzioni della Banca d'Italia*

Dall'esame dell'atto di emanazione delle disposizioni della Banca d'Italia attuative dell'art. 129 del T.U. e delle delibere del CICR del 12.1.1994 si rileva come siano espressamente richiamate alcune delle **finalità** in precedenza individuate; in particolare, l'organo di Vigilanza ai valori primari della stabilità e dell'ordinato funzionamento del mercato affianca quelli di:

- formazione e sviluppo di un mercato spesso ed efficiente di titoli di debito privati;
- corretto operare dei meccanismi concorrenziali;
- tutela del risparmiatore-investitore.

La Banca d'Italia ha provveduto a stabilire in 100 miliardi (1) il limite di rilevanza di cui al 1° comma dell'art. 129 del T.U. per le obbligazioni, le cambiali finanziarie, i certificati di investimento e per la categoria residuale dei c.d. "altri titoli", di cui le banche si

(1) Cfr. Cap. XIII.10, Istruzioni di Vigilanza per gli enti creditizi.

avvalgono per la propria provvista (1) a condizione che i citati titoli presentino le caratteristiche “standard” previste dalle stesse Istruzioni di Vigilanza. La soglia di 10 miliardi prevista dallo stesso 1° comma è stata mantenuta per tutti gli altri valori mobiliari, con l’intento di esercitare una più stretta sorveglianza su emissioni ed offerte che, per caratteristiche innovative, richiedano un’attenta valutazione preventiva.

La **procedura** stabilita ai sensi dell’art. 129 del T.U. tiene nel giusto conto sia le esigenze informative dell’organo di Vigilanza, sia la necessità di correttezza e di tempestività nella realizzazione delle decisioni degli operatori.

Riguardo alle *comunicazioni preventive* la Banca d’Italia ha esercitato il potere assegnatole dal 6° comma dell’art. 129, disponendo che siano sottratti all’obbligo della comunicazione, oltre alle emissioni di importo complessivamente inferiori ai limiti di rilevanza:

- i titoli di Stati appartenenti all’U.E., o dagli stessi garantiti, con caratteristiche “standard”,
- i certificati di deposito e i buoni fruttiferi con caratteristiche “standard”,
- i prestiti subordinati emessi da banche sotto forma di valori mobiliari (2),
- i warrant su valori mobiliari esclusi o sottratti dall’obbligo di comunicazione preventiva (3).

Per tutti gli altri valori mobiliari sono previste tre modalità di comunicazione:

1. *ordinaria*: deve pervenire alla Banca d’Italia tra il 30° ed il 20° giorno antecedente la data d’inizio dell’operazione e contenere informazioni sulla quantità e l’importo complessivo dei valori mobiliari, sulle caratteristiche finanziarie dell’operazione e sulle modalità e tempi di attuazione della stessa;

2. *cumulativa*: riguardando soggetti, banche e fondi comuni esteri non armonizzati (4), che raccolgono abitualmente risparmio, le comunicazioni hanno validità semestrale e devono essere presentate alla Banca d’Italia entro i termini del 30 novembre e del 31 maggio per le emissioni rispettivamente previste per il primo e il secondo semestre;

3. *abbreviata*: il termine di presentazione è abbreviato a 5 giorni lavorativi per le banche, gli Stati appartenenti all’OCSE (5) e gli organismi internazionali ai quali partecipi l’Italia quando le caratteristiche dei titoli oggetto dell’emissione/offerta siano uguali a quelle di una precedente emissione comunicata nelle forme ordinarie ed il relativo importo non superi i 300 miliardi di lire.

Nel caso in cui sia ritenuto necessario, la Banca d’Italia ha facoltà, entro 15 giorni (5 per le comunicazioni in forma abbreviata), di chiedere un’integrazione informativa; in tal caso il termine per poter attuare l’operazione si intende interrotto e per poterla effettuare devono decorrere 20 giorni, senza distinzione tra le diverse modalità di comunicazione,

(1) Si intendono, con tale espressione, i titoli emessi dalle banche con caratteristiche diverse da quelle fissate per le obbligazioni, i certificati di deposito ed i buoni fruttiferi.

(2) A condizione che detti prestiti siano stati autorizzati ad essere computati nel patrimonio di vigilanza.

(3) A condizione che comportino la consegna materiale dei titoli e non siano rappresentativi di un prodotto derivato.

(4) I fondi comuni nazionali e quelli CEE armonizzati non sono soggetti alla disciplina disegnata dall’art. 129 (comma 5).

(5) Sono escluse dalla procedura abbreviata – cfr. supra – le emissioni di titoli degli Stati dell’UE o garantiti da Stati dell’UE che, se “standard”, sono sottratte, all’obbligo di comunicazione.

dal ricevimento delle integrazioni da parte dell'organo di Vigilanza. In mancanza di tale richiesta, l'emittente/offrente può dar corso all'operazione.

Le *comunicazioni consuntive* rispondono al duplice obiettivo del controllo ex post della corrispondenza delle caratteristiche dell'emissione/offerta a quanto preventivamente comunicato e del monitoraggio dell'andamento quantitativo e qualitativo del mercato mobiliare; esse pertanto, oltre alle emissioni/offerte aventi per oggetto valori mobiliari soggetti all'obbligo di comunicazione, riguardano anche l'emissione di titoli azionari. Hanno cadenza mensile e sono effettuate dal soggetto che cura il collocamento (1), mediante un apposito modello o, per le emissioni/offerte di non residenti, con lettera alla Banca d'Italia.

(1) Nel caso in cui l'emittente sia un intermediario del mercato mobiliare, sarà esso stesso ad effettuare le segnalazioni anche se il collocamento dei titoli sia curato da altro soggetto.

5. Conclusioni

Si può conclusivamente ritenere che anche nel campo della raccolta sul mercato dei capitali attraverso l'emissione di valori mobiliari con il T.U. si è realizzato un processo di razionalizzazione che investe sia le finalità dei controlli, sia le categorie di titoli soggetti.

Le linee che emergono sono coerenti con l'impostazione generale di realizzare un rapporto più equilibrato tra intermediazione e mercato, di accrescere la concorrenza e di far acquisire maggiori gradi di libertà agli operatori senza peraltro rinunciare all'obiettivo generale di salvaguardia della funzione di tutela del risparmio che si realizza, nel caso di specie, mettendo in grado l'operatore di effettuare le proprie scelte di investimento nel rispetto di un quadro di principi, comportamenti, modalità operative.

Il concreto esplicarsi del controllo potrà suggerire nel corso del tempo ulteriori affinamenti; peraltro la costruzione normativa, realizzata con il fissare i principi nel Testo Unico e con il demandare alle Autorità Amministrative la definizione degli aspetti applicativi, consente di intraprendere senza problemi e con immediatezza quegli adattamenti che l'esperienza potrà suggerire come funzionali al disegno complessivo di un mercato dei capitali efficiente, spesso, trasparente, integrato nel contesto internazionale.

BIBLIOGRAFIA

- ANTONUCCI A. - Commento all'art. 44 L.B. in Capriglione F. e Mezzacapo V.: *Codice commentato della banca*, Giuffr , Milano 1990.
- BIANCHI T. - "Di alcune considerazioni di economia e finanza aziendale in rapporto alla nuova legge bancaria"; *Rivista bancaria*, Milano 1993.
- CARBONETTI F. - "Il controllo sulla emissione di valori mobiliari nella nuova legge bancaria"; *Rivista delle societ *, Giuffr , Milano 1993.
- CARBONETTI F. - "La nuova disciplina della autorizzazione alla emissione di azioni e obbligazioni"; *Rivista delle societ *, Giuffr , Milano 1985.
- CARDILLO M. - Commento all'art. 129 in *Commentario al testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Cedam, Padova 1994.
- CERVONE E. - "Mercati finanziari verso nuove regole"; *Documenti Banca d'Italia*, Sorrento 1995.
- DESARIO V. - "Le regole per il mercato creditizio e finanziario"; *Documenti Banca d'Italia*, Milano 1993.
- MARCHETTI P. - "Note introduttive al testo unico delle leggi bancarie e creditizie"; *Rivista delle societ *, Giuffr , Milano 1993.
- MARCHETTI P. - "La nuova disciplina dell'autorizzazione alle emissioni di azioni ed obbligazioni"; *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, Giuffr , Milano 1986.
- PONTOLILLO V. - Commento all'art. 5 in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Cedam, Padova 1994.
- PONTOLILLO V. - Commento all'art. 45 L.B. in Capriglione F. e Mezzacapo V.: *Codice commentato della banca*, Giuffr , Milano 1990.
- PONTOLILLO V. - "Intermediazione finanziaria non bancaria"; *Centro Studi Eurogest*, Milano 1983.
- PONTOLILLO V. - "Analisi dei mercati, degli intermediari e dei prodotti"; *Documenti Banca d'Italia*, Roma 1982.
- PORZIO M. - *L'attivit  non bancaria delle banche*, Giuffr , Milano 1993.
- PORZIO M. - Commento agli artt. 2 e 45 L.B. in Capriglione F. e Mezzacapo V.: *Codice commentato della banca*, Giuffr , Milano 1990.
- PADOA-SCHIOPPA, T. - "Mercati finanziari tra pubblico e privato: l'occasione del Testo Unico"; *Documenti Banca d'Italia*, Sondrio 1995.
- SODA A.P. - "Efficienza ed omogeneit  dei controlli sulle nuove forme di intermediazione finanziaria"; *Bancaria*, Roma 1985.

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 (esaurito).
- 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 TAGLIENTI, *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 (esaurito).
- 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.
- n. 26 — AA.VV., *La ristrutturazione della banca pubblica e la disciplina del gruppo creditizio*, gennaio 1992.
- n. 27 — GIORGIO SANGIORGIO, *Le Autorità creditizie e i loro poteri*, marzo 1992.
- n. 28 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Il recepimento della seconda direttiva Cee in materia bancaria. Prime riflessioni*, febbraio 1993.
- n. 29 — *Il Sistema dei pagamenti. Atti del Convegno giuridico* (Perugia - S.A.Di.Ba., 23-24 ottobre 1992), settembre 1993.
- n. 30 — OLINA CAPOLINO, *L'amministrazione straordinaria delle banche nella giurisprudenza*, ottobre 1993.

- n. 31 — P. FERRO-LUZZI - P. G. MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, dicembre 1993.
- n. 32 — *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, marzo 1994.
- n. 33 — *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. The 1993 Banking Law*, marzo 1994.
- n. 34 — GIUSEPPE CARRIERO, *Struttura ed obiettivi della legge sui fondi immobiliari chiusi*, novembre 1994.
- n. 35 — LUCIO CERENZA, *Profilo giuridico del sistema dei pagamenti in Italia*, febbraio 1995.
- n. 36 — GIOVANNI CASTALDI, *Il riassetto della disciplina bancaria: principali aspetti innovativi*, marzo 1995.
- n. 37 — VINCENZO PONTOLILLO, *L'evoluzione della disciplina dell'attività di emissione di valori mobiliari*, giugno 1995.

*Finito di stampare
nel mese di giugno 1995
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*