

SENATO DELLA REPUBBLICA

————— XII LEGISLATURA —————

Doc. XXVII
n. 1

RELAZIONE

SULL'ATTUAZIONE DELLA LEGGE CONCERNENTE LA DISCIPLINA
DELL'ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE E LE
DISPOSIZIONI SULL'ORGANIZZAZIONE DEI MERCATI MOBILIARI

(articolo 26 della legge 2 gennaio 1991, n. 1)

Presentata dal Presidente del Consiglio dei ministri
(DINI)

—————
Comunicata alla Presidenza il 14 luglio 1995
—————

INDICE**CAP. I - L'ATTUAZIONE DEL TITOLO I**

1. Normativa secondaria	»	5
2. La struttura del sistema delle società di intermediazione mobiliare	»	8
3. I risultati economici	»	10
4. La vigilanza sugli intermediari	»	12
4.1. La vigilanza di stabilità	»	12
4.2. L'assetto organizzativo-contabile	»	14
4.3. La vigilanza sulla trasparenza e sulla correttezza	»	15
5. La vigilanza sull'attività dei promotori di servizi finanziari	»	18
6. I provvedimenti cautelari e sanzionatori	»	19

CAP. II - L'ATTUAZIONE DEL TITOLO II

1. La prima fase	»	21
2. La seconda fase	»	24

CAP. III - VALUTAZIONI D'INSIEME - PROBLEMI E PROSPETTIVE DI RIFORMA

1. Premessa	»	31
2. Problemi concernenti i provvedimenti cautelari e sanzionatori	»	32
3. Problemi concernenti il commissario ministeriale ..	»	34
4. Problemi relativi al Fondo Nazionale di Garanzia ..	»	35
5. Problemi relativi al Consiglio di Borsa	»	36
6. Recepimento delle direttive comunitarie e testo unico dei mercati finanziari	»	37

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE AL PARLAMENTO SULL'ATTUAZIONE DELLA LEGGE 2 GENNAIO 1991, N.1.**Premessa**

La presente relazione concerne l'attuazione della legge 2 gennaio 1991, n.1, disciplinante l'attività di intermediazione mobiliare e l'organizzazione dei mercati mobiliari.

Essa risponde al fine di consentire al Parlamento la verifica di cui all'art.26 della summenzionata legge, e si articola in tre capitoli, concernenti rispettivamente:

- a) l'attuazione del TITOLO I della legge;
- b) l'attuazione del TITOLO II della legge;
- c) valutazioni d'insieme e prospettive di riforma.

Cap. I: L'ATTUAZIONE DEL TITOLO I**1. Normativa secondaria**

L'attuazione del titolo I della legge n.1/1991 è stata realizzata principalmente tramite l'emanazione di numerosi regolamenti.

Nel rispetto dei termini fissati dalla legge, nel mese di luglio del 1991, la CONSOB ha emanato disposizioni in tema di:

- a) disciplina dell'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare;
- b) disciplina dell'iscrizione delle SIM e delle società fiduciarie all'Albo;
- c) disciplina dei criteri di redazione e delle modalità di pubblicazione del documento informativo da trasmettere ai clienti;
- d) disciplina dell'attività delle SIM autorizzate alla sollecitazione del pubblico risparmio al di fuori della sede

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

- legale o amministrativa principale;
- e) disciplina dei criteri di redazione dei rendiconti periodici relativi all'attività di gestione di patrimoni;
 - f) determinazione dei requisiti di onorabilità e professionalità richiesti per partecipare all'esame di abilitazione a negoziare valori mobiliari nei mercati regolamentati per conto di SIM, nonché delle modalità di svolgimento di tale esame;
 - g) disciplina dell'attività dei promotori di servizi finanziari, nonché istituzione e tenuta del relativo Albo;
 - h) approvazione del modello per la comunicazione di partecipazioni rilevanti al capitale di SIM e società fiduciarie iscritte all'albo;
 - i) determinazione della misura percentuale massima delle commissioni applicabili allo svolgimento dell'attività di negoziazione per conto terzi sui mercati regolamentati, nonché all'attività di raccolta di ordini;
 - l) istituzione dell'elenco relativo al personale non direttivo, già dipendente alla data del 31 ottobre 1990, di agenti di cambio e loro procuratori alle grida che cessino le attività entro il 31 dicembre 1992.

Le disposizioni di cui alle precedenti lettere b), c), ed f) sono state accorpate nel "Regolamento di esecuzione di alcune norme della legge 2 gennaio 1991, n.1, concernenti le SIM ed altri intermediari mobiliari" approvato con delibera n. 5386/1991. Gli altri due regolamenti emanati dalla CONSOB nel mese di luglio del 1991 contengono:

- le regole di comportamento degli intermediari e delle società di gestione di fondi comuni di investimento, i limiti all'attività di gestione in titoli del gruppo, la detenzione di valori mobiliari da parte delle SIM, i protocolli di autonomia gestionale ("Regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare" approvato, d'intesa con la Banca d'Italia, con delibera n.5387/1991);

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

- le disposizioni relative ai promotori finanziari ("Regolamento concernente l'Albo e l'attività dei promotori di servizi finanziari" approvato con delibera n.5388/1991).

Le disposizioni di cui alle precedenti lettere h), i) ed l) sono infine contenute nelle delibere nn. 5372/1991, 5390/1991 e 5391/1991).

Alle disposizioni citate vanno ancora aggiunte quelle emanate dalla Banca d'Italia in tema di:

- a) capitale minimo iniziale delle SIM, attività connesse e strumentali, separazione organizzativa e contabile, coefficienti minimi di patrimonio, di liquidità e di concentrazione, forme tecniche dei bilanci e delle situazioni periodiche, redazione delle statistiche finanziarie;
- b) limiti di investimento dei fondi comuni mobiliari in titoli emessi o collocati da società facenti parte del gruppo di appartenenza della società di gestione;
- c) obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti dei soci della società di gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare.

Anche il Ministero del Tesoro, dal canto suo, è intervenuto dettando disposizioni in materia di requisiti di professionalità degli esponenti delle SIM e disciplinando altresì l'organizzazione e il funzionamento del Fondo Nazionale di Garanzia.

L'ingente numero delle disposizioni adottate, da valutare anche alla luce della loro assoluta novità e della circostanza che con le stesse si è provveduto ad operare una complessa riforma dell'ordinamento degli intermediari mobiliari, ha provocato in taluni casi, come peraltro era facile pronosticare, dubbi e incertezze tra gli operatori.

Il contatto quotidiano delle Autorità di vigilanza con le problematiche vissute dagli operatori ha permesso, con la tempestività consentita dalla complessità della materia e dalle procedure previste dalla legge n.1/1991 per l'emanazione delle normative secondarie, di adottare successivamente quelle modificazioni alla disciplina

regolamentare che l'esperienza ha mostrato necessarie. Si e' cosi' proceduto, da parte della CONSOB, d'intesa con la Banca d'Italia, ad una revisione del regolamento n. 5388/1991 concernente i promotori finanziari e della normativa concernente i rendiconti periodici dell'attivita' di gestione (regolamento n. 5386/1991), alla modificazione della misura massima delle commissioni di intermediazione (delibera n. 5390/91) e del documento informativo (delibera 5386/1991), e, da ultimo, ad un' ampia modifica del regolamento contenente le regole di condotta degli intermediari mobiliari (delibera n. 8850/94).

2. La struttura del sistema delle società di intermediazione mobiliare

Durante i primi tre anni di vigenza della legge 1/91 sono state complessivamente autorizzate all'esercizio dell'attivita' di intermediazione mobiliare 384 società, di cui 307 SIM e 77 fiduciarie. Il quadro degli operatori del settore e' completato da 950 banche autorizzate a svolgere attivita' di cui all'art. 1, L. 1/91.

Alla fine del 1993 le SIM iscritte all'Albo erano 267, di cui 238 operative; sul finire del 1992 sono stati iscritti 55 intermediari gia' operanti sul mercato in qualita' di società commissionarie di borsa (1).

Con riferimento alle fiduciarie, alla fine del 1993 risultavano iscritte alla sezione speciale dell'Albo 59 società (di cui 54 operative).

Si forniscono qui di seguito, per completezza di informazione, alcuni dati di sintesi, aggiornati alla data del 31 dicembre 1994:

N. totale di SIM per le quali e' stata deliberata l'iscrizione all'Albo:
319.

N. totale di SIM per le quali e' stato adottato un provvedimento di

1. Come noto, in base alle previsioni della L. 1/91, le società commissionarie di borsa potevano rinviare la trasformazione in SIM sino alla fine del 1992.

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

sospensione dall'Albo: 22

N. di SIM attualmente non attive :13

N. totale di SIM cancellate dall'Albo: 81

N. totale di Fiduciarie per le quali e' stata deliberata l'iscrizione all'Albo: 77

N. totale di Fiduciarie per le quali e' stato adottato un provvedimento di sospensione dall'Albo: 4

N. di Fiduciarie attualmente non attive: 0

N. Totale di fiduciarie cancellate dall'albo: 26

N. Banche autorizzate: 937

di cui:

N. Banche non attive: 12

Le variazioni intervenute nell'Albo, in termini di nuove iscrizioni e cancellazioni, indicano come il settore si trovi, a più di tre anni dall'entrata in vigore del nuovo quadro normativo, in fase di assestamento. Il numero degli operatori risulta elevato, soprattutto avendo riguardo ai valori intermediati. Il processo di aggiustamento, tuttora in corso, prosegue sostanzialmente lungo le seguenti direttrici:

- abbandono dall'attività di intermediazione da parte degli operatori marginali;
- concentrazione con altre società operanti nel campo dell'intermediazione mobiliare, appartenenti allo stesso gruppo finanziario;
- riduzione o ampliamento della gamma delle attività esercitate.

Per una configurazione più precisa del settore, occorre attendere la piena operatività della direttiva comunitaria sui servizi di investimento. Sulla base della disciplina comunitaria, gli intermediari aventi sede negli altri paesi membri della CEE potranno operare in Italia sulla base del beneficio del mutuo riconoscimento e le banche - a partire dalla fine del 1996 - potranno negoziare direttamente titoli azionari in borsa.

Nonostante l'elevato numero di società operative, il mercato

risulta notevolmente concentrato: nel 1993 il 51 per cento del totale delle negoziazioni in conto proprio è stato effettuato da 5 Sim; la percentuale sale al 60 per cento se si fa riferimento ai soli titoli azionari. Con riferimento alla negoziazione per conto terzi, 5 società hanno intermediato il 34 per cento del controvalore totale.

Anche gli altri comparti di operatività presentano caratteristiche analoghe: per quanto concerne l'attività di gestione di patrimoni mobiliari, alla fine del 1993 i primi 5 intermediari gestivano il 36 per cento del totale della massa amministrata; con riguardo alla sollecitazione del pubblico risparmio, nel corso del 1993, la quota distribuita dai primi 5 intermediari è stata pari al 63 per cento del totale.

3. I risultati economici

I risultati economici conseguiti dalle SIM nei primi due anni di attività sono stati molto differenti. Nel 1992, i risultati hanno risentito dell'operatività solo parziale degli intermediari e delle turbolenze che hanno caratterizzato i mercati finanziari. In particolare, alcune SIM hanno progressivamente avviato tutte le attività autorizzate, mentre altri hanno rivisto le scelte originariamente effettuate, limitando il proprio ambito di operatività alle sole attività ritenute più profittevoli.

Il ridotto volume delle contrattazioni che ha caratterizzato i primi tre trimestri del 1992 ha accresciuto la competitività fra gli operatori presenti sul mercato, che si è in parte tradotta nella riduzione delle commissioni unitarie applicate alla clientela.

A fronte di intermediari che hanno conseguito risultati più che soddisfacenti (in alcuni casi il rapporto tra l'utile e il capitale proprio è stato superiore al venti per cento) molti operatori hanno registrato perdite considerevoli, che talvolta hanno determinato la riduzione del patrimonio al di sotto dei limiti prescritti dalla normativa, con conseguente intervento da parte dei soci. Le perdite più

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

rilevanti hanno riguardato prevalentemente le società che hanno svolto l'attività di sollecitazione del pubblico risparmio.

Nel 1993, i risultati economici conseguiti dagli intermediari sono stati significativamente migliori rispetto a quelli dell'anno precedente.

Le SIM hanno fatto registrare un margine di gestione (calcolato prima degli ammortamenti e delle altre scritture di fine esercizio) pari a 538 miliardi, contro i 128 miliardi del precedente anno. L'incremento è stato determinato da una notevole crescita dei proventi, e in particolare di quelli relativi all'attività di negoziazione. Ne è seguito un aumento della redditività: il rapporto tra il margine sopra indicato e i mezzi propri è risultato pari al 23 per cento, valore quasi doppio rispetto a quello registratosi nel 1992.

Il miglioramento dei risultati ha riguardato in modo particolare le SIM che svolgono una più ampia gamma di attività (c.d. polifunzionali). Dette società hanno fatto registrare un utile, prima degli accantonamenti, pari a 292 miliardi (40 miliardi nel 1992) e la redditività, calcolata con riferimento al margine di gestione, è stata del 30 per cento (8 per cento nel 1992).

Nell'ambito delle SIM che presentano una maggiore specializzazione operativa, quelle di "negoziazione" e di "sollecitazione" hanno conseguito i risultati più consistenti. Gli intermediari che hanno esercitato principalmente l'attività di negoziazione hanno fatto registrare un margine di gestione, come sopra definito, di 174 miliardi; in particolare, queste società hanno più che triplicato, rispetto al 1992, i proventi rivenienti dalla negoziazione in proprio e in conto terzi. Il miglioramento dei risultati è dipeso, oltre che dalla crescita dei volumi, dall'aumento delle commissioni medie unitarie applicate sulle negoziazioni.

L'intermediazione di azioni, caratterizzata da commissioni unitarie più elevate, ha assunto un maggiore peso rispetto a quella in titoli di Stato.

Le SIM specializzate nell'attività di sollecitazione hanno

fatto registrare un margine di gestione pari a 65 miliardi, rispetto ai 21 miliardi del passato esercizio. La commissione media di vendita anche per questo gruppo di intermediari e' aumentata rispetto all'anno precedente.

Con riferimento alle società fiduciarie, si rileva una sostanziale stabilità dei risultati economici rispetto al 1992, con un margine di gestione pari a 22 miliardi. La commissione media e' risultata in linea con quella del 1992.

4. La vigilanza sugli intermediari

Il sistema di supervisione introdotto dalla legge n. 1/91 si basa su una distribuzione di compiti fra Banca d'Italia e Consob in ragione delle finalità perseguite (stabilità e trasparenza), sulla base di una soluzione già positivamente sperimentata nel settore dei fondi comuni.

4.1. La vigilanza di stabilità

La supervisione a fini di stabilità sugli operatori del mercato mobiliare e' finalizzata a verificare la capacità degli intermediari di far fronte agli impegni assunti e, più in generale, di svolgere, in condizioni di economicità e in via continuativa, le attività per le quali sono stati autorizzati.

L'attività di vigilanza di stabilità è basata su regole prudenziali volte a stimolare l'adozione, da parte degli operatori, di adeguate procedure di controllo interno e a rafforzare la capacità degli stessi di avere un'esatta percezione dei rischi assunti, la quale rappresenta il primo presidio della stabilità degli intermediari.

Nell'ambito di una cornice di vincoli definiti "ex ante", connessi in particolare alla potenziale rischiosità dell'attività esercitata e allá misura dei mezzi patrimoniali disponibili, gli intermediari sono liberi di operare le proprie scelte gestionali.

Nel biennio 1992-93, l'azione di supervisione è stata

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

condotta mediante l'esame delle segnalazioni periodiche e delle informazioni rese dagli operatori.

Le difficoltà inizialmente incontrate dalle SIM nella predisposizione delle segnalazioni statistiche e di vigilanza hanno sollecitato una serie di interventi volti a favorire il superamento dei problemi tecnico-interpretativi sollevati dagli operatori. In tale ambito, e' stata predisposta per gli intermediari una procedura per il controllo automatico della coerenza delle informazioni e sono stati effettuati incontri con gli operatori al fine di promuovere un più ampio uso della strumentazione informatica per la contabilità interna e per le procedure seguite per la produzione delle segnalazioni mensili.

Nel secondo anno di operatività del nuovo impianto normativo, la maggior parte degli intermediari ha progressivamente superato le difficoltà iniziali. Con le rilevazioni relative all'ultimo trimestre 1993, e' sensibilmente migliorata la tempestività e la qualità delle segnalazioni trasmesse. Molti degli aspetti di problematicità che avevano caratterizzato la fase di avvio delle segnalazioni sono stati definitivamente superati.

Come noto, i requisiti patrimoniali richiesti agli intermediari variano in funzione delle attività esercitate. Le SIM che esercitano attività comportanti l'assunzione di rischi di posizione (negoiazione in proprio e collocamento con assunzione di garanzia), gruppo composto di 112 unità alla fine del 1993, sono sottoposte a controlli più stringenti: esse sono tenute al rispetto di un coefficiente, costituito dal rapporto tra il patrimonio di vigilanza e un indicatore dei rischi impliciti nella posizione in titoli e valori assimilati, da costruire seguendo le previsioni regolamentari emanate dalla Banca d'Italia.

Nel complesso, il gruppo delle SIM in questione è risultato adeguatamente patrimonializzato: con riferimento in particolare alla fine del 1993, il patrimonio di vigilanza si è attestato su 1.740 miliardi, a fronte di un'esposizione al rischio, valutata sulla base del citato indicatore, di 350 miliardi. Il patrimonio è cresciuto nel corso

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

dell'anno grazie, in particolare, agli aumenti di capitale e ai proventi netti della negoziazione in conto proprio.

Nei casi di prolungata inosservanza delle regole prudenziali, la Banca d'Italia ha provveduto a convocare gli esponenti aziendali al fine di ottenere precisi riscontri circa gli interventi gestionali posti in essere per risolvere i problemi incontrati.

Per le SIM tenute al rispetto dei coefficienti patrimoniali, il controllo ha riguardato anche la situazione della liquidità, attraverso la verifica del rispetto di un coefficiente basato sul rapporto tra le attività liquide e le passività correnti.

4.2. L'assetto organizzativo - contabile

Nella prima parte del 1993 è stata verificata l'adeguatezza delle strutture organizzative degli intermediari, con specifico riguardo alla separazione organizzativa e contabile fra le attività esercitate. A tal fine è stato inviato agli operatori un questionario che ha permesso di standardizzare le risposte in modo da agevolarne l'esame.

A seguito dell'analisi condotta sulla documentazione pervenuta, è emerso che numerosi operatori hanno realizzato assetti organizzativi non conformi ai criteri di separatezza prefissati. In particolare, in alcuni casi, non è sembrata garantita l'autonomia decisionale ed operativa dei responsabili delle strutture separate, intesa a prevenire l'insorgere di potenziali conflitti d'interesse fra le attività di intermediazione mobiliare congiuntamente esercitate; in altri casi la funzione di controllo interno non è apparsa idonea a garantire il rispetto delle disposizioni in materia di separazione organizzativa e contabile. Nelle società di piccola e media dimensione, in particolare, la responsabilità delle strutture separate e della funzione di controllo è spesso affidata agli stessi membri del consiglio di amministrazione, che in molti casi partecipano anche al capitale della società.

L'esame condotto ha messo in evidenza che la "separatezza"

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

viene efficacemente realizzata quando la Sim presenta un modulo organizzativo ove le funzioni di indirizzo strategico sono distinte da quelle operative: si tratta, di norma, degli operatori di maggiori dimensioni, che fanno capo a gruppi bancari o finanziari.

Le relazioni esistenti fra la dimensione aziendale e la non conformità degli assetti organizzativi adottati hanno suggerito di intervenire con gradualità, al fine di non penalizzare le società di minori dimensioni; tuttavia, attraverso un richiamo progressivo al rispetto della normativa si intende non solo assicurare la correttezza operativa, ma anche rafforzare e accrescere la struttura degli intermediari. In particolare, questi ultimi potrebbero essere indotti a specializzarsi nelle attività per le quali non è richiesta la separazione organizzativo - contabile; ovvero, a raggiungere, anche tramite operazioni di concentrazione, dimensioni maggiori.

4.3. La vigilanza sulla trasparenza e sulla correttezza

Volendo descrivere sinteticamente il contenuto della vigilanza della CONSOB sugli intermediari sembra possibile individuare i seguenti oggetti di controllo:

- a) gli obblighi di informazione, che si sostanziano in quei doveri di comunicazione al cliente - investitore di ogni notizia, atto o fatto che gli sia utile, tanto nella fase preliminare alla costituzione del rapporto con l'intermediario quanto nel corso dello stesso, per prendere appropriate decisioni di investimento;
- b) gli obblighi di correttezza, che sono espressione ed applicazione dei generali principi di diligenza e professionalità e si dipanano in una serie di regole di condotta, più o meno articolate a seconda dei casi, che devono guidare l'intermediario nella scelta dei comportamenti da tenere in occasione di particolari situazioni;
- c) la regolarità delle negoziazioni di valori mobiliari.

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

L'esercizio dei poteri di controllo che l'ordinamento ha riservato alla CONSOB, non solo con riferimento alla correttezza e trasparenza di comportamento degli intermediari, ma anche alla regolarità delle negoziazioni eseguite e alla repressione dei fenomeni di insider trading e di manipolazione dei corsi, hanno richiesto l'abbandono delle tecniche tradizionalmente utilizzate per la vigilanza in altre materie. Lo svolgimento di tali nuovi compiti impone infatti alla Commissione l'abbandono dei modelli di analisi basati su rilevazioni contabili aggregate concernenti l'intero spettro delle attività esercitate dall'intermediario, per concentrarsi sui singoli aspetti delle singole operazioni - l'oggetto, la quantità, il prezzo, l'ora di esecuzione, le commissioni applicate - da confrontare poi con gli andamenti complessivi del mercato e la diffusione delle notizie societarie, nel caso dell'insider, e con le qualità intrinseche del singolo investitore - qualificato, non qualificato - nel caso delle regole di condotta.

Partendo dall'osservazione che l'oggetto della vigilanza di competenza della CONSOB sono le operazioni di intermediazione nella loro individualità, la Commissione ha ritenuto di doversi dotare di una strumentazione atta a catturare le informazioni concernenti le operazioni stesse e ad elaborarle secondo parametri di riferimento predefiniti. Del resto tali necessità erano già state avvertite dal legislatore, che - con la legge n. 1/91 e con quella sull'insider trading - ha riservato alla CONSOB ampi poteri in ordine alla registrazione elettronica delle operazioni.

Proprio in attuazione delle disposizioni recate dalle leggi citate, la CONSOB, per ciò che attiene agli intermediari, ha elaborato un apposito "sistema dati di vigilanza per la correttezza" con il quale sono stati prescritti gli obblighi di rilevazione ed archiviazione delle informazioni necessarie ai fini del controllo del rispetto delle regole di comportamento e trasparenza, mentre per ciò che attiene al mercato ha stabilito - nel regolamento concernente il sistema telematico delle borse valori - precisi obblighi di archiviazione e di messa a

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

disposizione delle informazioni sulle contrattazioni.

In pratica il sistema di controllo elaborato dalla Commissione, considerato nella sua interezza, consente di:

- a) individuare i singoli intermediari che hanno effettuato singole operazioni sul mercato;
- b) individuare i singoli investitori che hanno ordinato l'esecuzione di tali operazioni agli intermediari di cui al punto precedente.

E' da notare che, nel caso in cui tra cliente finale ed intermediario negoziatore si sia frapposto un altro intermediario (ad esempio un gestore o un raccoglitore di ordini), la ricostruzione è comunque possibile, in quanto anche tale interposizione è soggetta ad appositi obblighi di registrazione.

L'analisi può essere condotta anche partendo dall'ordine conferito all'intermediario e ricostruendo tutte le fasi della sua esecuzione, secondo il seguente flusso:

- a) il cliente impartisce l'ordine ad un intermediario raccoglitore;
- b) l'intermediario lo registra e lo trasmette al negoziatore;
- c) l'intermediario negoziatore registra l'ordine pervenutogli dal raccoglitore e lo esegue sul mercato;
- d) il mercato registra i dati concernenti l'operazione eseguita;
- e) il negoziatore fornisce l'eseguito all'intermediario raccoglitore;
- f) il raccoglitore informa il cliente dell'esito dell'ordine.

Poichè tutte le informazioni rilevanti per l'esercizio dei controlli sono state individuate attraverso appositi codici univoci, il suddetto sistema si presta ad essere utilizzato in due diverse maniere.

Da un lato, sarà possibile acquisire direttamente presso gli intermediari i dati necessari alle indagini secondo procedure e standard di interrogazione predefiniti. Dall'altro, la Commissione potrà acquisire in via informatica gli stessi dati per poi elaborarli ed utilizzarli per le proprie finalità di controllo; in questo secondo caso, peraltro, sarà possibile elaborare ingenti masse di dati ed analizzare, sempre in via informatica, tutte le operazioni effettuate da un intermediario in un dato periodo.

5. La vigilanza sull'attività dei promotori di servizi finanziari

L'attività di vigilanza della CONSOB sul rispetto, da parte dei promotori di servizi finanziari, delle regole di comportamento stabilite con il regolamento in commento ha avuto un notevole sviluppo, grazie anche all' assidua collaborazione prestata dalle SIM e dalle commissioni regionali ed alle segnalazioni pervenute da parte degli intermediari e dei risparmiatori.

Le iniziative della Commissione, finalizzate a costruire le basi di un sistema di controlli efficace e tempestivo, sono state indirizzate al raggiungimento di un più diretto coinvolgimento e di una maggiore sensibilizzazione sia degli operatori del settore, sia dei risparmiatori nella loro veste di utilizzatori finali dei servizi di intermediazione mobiliare. In questa ottica va infatti inquadrato l'obbligo imposto agli intermediari autorizzati dall'art.16 del regolamento n.5387 approvato con delibera del 2 luglio 1991, relativo alla comunicazione immediata alle commissioni regionali ed alla CONSOB dei provvedimenti assunti nei confronti di promotori finanziari in relazione alle eventuali irregolarità accertate. Tale obbligo ha comportato la segnalazione alla CONSOB di numerosi casi di presunti comportamenti illeciti.

I più frequenti casi di illeciti riscontrati si riferiscono:

- all'esercizio dell'attività di promotore per conto di un soggetto non autorizzato allo svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare di cui all'art.1, comma 1, della legge n.1/1991;
- all'esercizio dell'attività di promotore in violazione dell'art.5, comma 3, terzo periodo, medesima legge, che prevede che l'attività di promotore di servizi finanziari può essere svolta per conto e nell'interesse di una sola società di intermediazione mobiliare;
- all'offerta di operazioni di investimento in valori mobiliari in violazione della normativa sulla sollecitazione del pubblico risparmio di cui all'art. 18 della legge 7 giugno 1974, n. 216;
- all'accettazione di modalità di pagamento difformi da quelle prescritte dall'art. 14, comma 9, del regolamento n.5388/91.

6. I provvedimenti cautelari e sanzionatori

In applicazione dell'art.13 della L.1/1991, nel biennio 1992-93, 12 SIM e 6 società fiduciarie sono state interessate da provvedimenti di sospensione dall'albo e di nomina di un commissario incaricato della gestione; i provvedimenti si sono resi necessari per interrompere prassi gestionali irregolari, comportanti violazioni di disposizioni legislative comportanti violazioni regolamentari e contrattuali; in diversi casi, sono state rilevate anomale operazioni su titoli italiani ed esteri di scarso mercato, poste in essere a danno della clientela.

Delle società interessate dai suddetti provvedimenti, alla fine dell'anno 1994, 20 società erano state cancellate dall'albo e due erano state riammesse all'esercizio dell'attività, a seguito della ristrutturazione della compagine societaria. Per alcune delle società cancellate dall'albo sono stati disposti, a seguito dell'accertamento dello stato di insolvenza, il fallimento (nel caso di 7 SIM) ovvero la liquidazione coatta amministrativa (nel caso di 3 società fiduciarie).

L'applicazione delle sanzioni pecuniarie su proposta dell'autorità di vigilanza è prevista dallo stesso art.13, per violazione delle norme che regolano l'attività degli intermediari, e dall'art.11, per violazione delle disposizioni sulla concentrazione degli ordini in borsa. Alla fine dell'anno 1994 gli intermediari colpiti dai provvedimenti sanzionatori sono risultati 25 (tra cui tre banche) per un importo complessivo di L.2.105.273.499=. Per una parte dei provvedimenti è in atto un contenzioso di fronte all'autorità giudiziaria; sicché le somme finora versate ammontano, nel complesso, a L.1.158.066.561=.

Cap II: L'ATTUAZIONE DEL TITOLO II**1. La prima fase**

Il titolo II della legge del 2.1.1991, n.1, ha rappresentato il principale riferimento normativo in materia di borsa valori ed ha consentito l'avvio del processo di ristrutturazione dell'organizzazione del mercato azionario, in vista del raggiungimento di livelli di maggiore efficienza e concorrenzialità.

Tali disposizioni normative recepiscono gli orientamenti della Consob, che già nel 1985, in una propria comunicazione, manifestava l'opportunità di introdurre un sistema di negoziazione telematica e, sulla scorta delle esperienze maturate all'estero, fissava i primi orientamenti al riguardo. Il primo modello preso a riferimento era rappresentato dal "Intermarket Trading System" statunitense. Tale modello prevedeva un circuito negoziabile in cui immettere gli ordini, realizzato con un collegamento telematico tra tutte le borse valori italiane.

Successivamente la Consob ribadiva, nel documento "Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico" del 1987, l'esigenza di un miglioramento delle strutture di mercato, auspicabile per il raggiungimento di elevati livelli di efficienza e trasparenza. In quella sede si sosteneva che il conseguimento di tale obiettivo passasse attraverso la realizzazione di un Sistema Informativo di Borsa, presupposto per la futura attuazione del sistema di contrattazione continua.

L'introduzione di uno specifico riferimento normativo al sistema di contrattazione continua nella legge 1/1991 ha rappresentato un notevole impulso alla realizzazione del progetto. Il dettato dell'art.20 della citata legge autorizza, difatti, la Consob ad adottare "le disposizioni necessarie per l'organizzazione ed il funzionamento delle strutture, ivi comprese quelle telematiche ed informatiche (...) e a "stabilire che le negoziazioni di titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto siano effettuate su un mercato

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

realizzato con l'ausilio di strutture informatiche e telematiche che mettano in collegamento le singole borse (...)"

Le specifiche caratteristiche del mercato azionario italiano e i diffusi orientamenti delle maggiori piazze europee avevano convinto, ad abbandonare il modello precedentemente individuato, a favore di un mercato ispirato ai criteri di funzionamento del "Toronto Stock Exchange".

Sulla base di tale modello sono state individuate le basilari caratteristiche del nascente mercato telematico e, pertanto, è stata prevista la realizzazione di un sistema di negoziazione esclusivo ad asta continua telematica, attivata automaticamente al verificarsi delle condizioni previste per l'apertura delle contrattazioni.

Con tale sistema gli operatori autorizzati (agenti di cambio e S.I.M.) inseriscono nel circuito di negoziazione le proprie proposte di acquisto e di vendita che - previa verifica da parte del sistema della congruità delle condizioni di prezzo e di priorità temporale - danno luogo automaticamente alla conclusione del contratto tra i due proponenti. Inoltre il sistema è in grado, autonomamente, di operare sospensioni temporanee delle contrattazioni al verificarsi di eccessive pressioni di domanda o offerta o di situazioni di scarsa liquidità del titolo.

Sulla base delle linee così individuate, la Consob ha provveduto ad avviare il progetto di realizzazione di un siffatto sistema, affidandone, già dal 1987, l'attuazione al consorzio camerale per il coordinamento delle borse valori. Nel 1989 le categorie degli operatori autorizzati hanno costituito, con paritetiche partecipazioni al capitale, la Società Generale Telematica di Borsa avente come esclusivo oggetto sociale la realizzazione dei servizi telematici delle borse valori. Alla fine dello stesso anno la G.T.B. ha assunto l'onere, nei confronti del Consorzio Camerale, di realizzare il sistema telematico di negoziazione continua, avvalendosi anche del supporto esterno del CED Borsa. Con l'emanazione della legge n. 1/1991 e l'istituzione del Consiglio di Borsa, sono stati trasferiti a

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

quest'ultimo tutte le attribuzioni dei locali organi di borsa, tra cui anche le competenze relative alla organizzazione del mercato telematico. A tutt'oggi il servizio telematico di negoziazione è fornito dal CED Borsa, sulla base di apposita convenzione con il Consiglio di Borsa.

Il 25 novembre 1991 ha preso avvio la contrattazione sul Sistema Telematico delle Borse Valori. L'introduzione del sistema di negoziazione elettronico ha interessato una prima rosa di 5 titoli con caratteristiche di bassa liquidità e ridotto volume di ordini immessi nel sistema; caratteristiche, queste, che hanno permesso di testare il funzionamento del sistema telematico.

I dati relativi alla negoziazione dei primi 5 titoli (Comit, Cir, Ferruzzi Finanziaria, Fiat priv., Ras) hanno dimostrato l'efficacia del nuovo sistema di negoziazione fin dalla sua prima introduzione: il controvalore medio giornaliero scambiato è raddoppiato rispetto ai volumi precedentemente registrati sul mercato alle grida.

Il successo riscontrato nel primo trimestre di operatività del mercato continuo ha consentito, il 16 gennaio 1992, di estendere ad altri 5 titoli (Benetton, Sip ord., Italgas, Italcementi e Gottardo Ruffoni) la negoziazione telematica, raggiungendo così livelli di scambio giornalieri crescenti.

Nel maggio del 1992 si è passati alla contrattazione continua di 35 titoli precedentemente scambiati sul mercato gridato. La positiva risposta del mercato e dei soggetti intermediari alla progressiva fase di sostituzione del mercato alle grida con il mercato telematico continuo ha comportato un crescente afflusso di ordini sul sistema. La costante pressione così esercitata ha peraltro evidenziato alcune disfunzioni tecniche del sistema, le quali hanno provocato il ripetuto intervento della Consob per la sospensione delle negoziazioni telematiche e, in alcuni casi, il ripristino delle contrattazioni alle grida.

A seguito di tali inconvenienti, nell'agosto del 1992, è stato affidato l'incarico alla Logica Finance Ltd. di Londra di effettuare una revisione del sistema stesso. Risultato delle analisi

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

compiute è stata la necessità di operare alcuni interventi a breve e medio termine sul sistema, al fine di garantire il suo adeguamento alla crescente pressione degli operatori.

2. La seconda fase

Il 1993 è l'anno in cui si colloca il punto di svolta nel passaggio dal sistema di contrattazione "alle grida" al sistema telematico: il "rodaggio" compiuto nel 1992, ha permesso di apprezzare, nel corso del successivo anno, i vantaggi del sistema di contrattazione per via telematica. Infatti, avviati a soluzione i problemi tecnici che nel 1992 avevano rallentato il processo di trasferimento dei titoli, in due passaggi successivi, a luglio e a dicembre, sono state portate alle negoziazioni sul circuito telematico tutte le blue chips: ciò ha comportato che, a fine anno, solo poco più del 5% del volume degli scambi fosse ancora negoziato alle grida.

Nel '92, anche a seguito dei citati inconvenienti tecnici, erano state avanzate richieste di revisione delle regole di funzionamento del sistema telematico; nel corso del 1993 alcune di queste sono state rese operative: si tratta in particolare del prolungamento dell'orario di contrattazione fino alle 16.00 e della modifica della disciplina delle sospensioni automatiche. Altre modifiche che richiedevano interventi tecnici complessi (ad esempio la revisione delle modalità di attribuzione del prezzo alle proposte inserite in apertura senza limiti di prezzo e la revisione delle regole per il passaggio dalla fase di apertura alla fase di negoziazione in continua) sono state invece rese operative nell'aprile 1994.

Sempre nel corso del 1993, sono proseguiti i lavori per la realizzazione del sistema di interconnessione automatica tra i sistemi privati di trasmissione degli ordini e ricezione degli eseguiti ed il sistema di negoziazione in continua. Tale interconnessione è stata resa disponibile per gli utenti nell'aprile 1994.

Gli specifici problemi relativi alla telematizzazione dei sistemi di contrattazione e la definizione di un più organico programma

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

di sviluppo del mercato mobiliare italiano sono stati oggetto di studi nell'ambito di un apposito gruppo di progetto costituito in seno al Consiglio di borsa. A tale gruppo hanno partecipato, oltre al Consiglio di borsa, la Consob, il Ced Borsa, e rappresentanti delle associazioni di categoria degli intermediari in modo da garantire il massimo coinvolgimento di tutti i soggetti interessati al processo di riforma del mercato.

Nell'ambito di tale gruppo di progetto era stato elaborato un programma che, per fasi successive, ha portato al definitivo abbandono della contrattazione alle grida. In particolare:

- a) è stato completato il trasferimento dei titoli azionari, dei warrants, dei diritti di opzione e delle obbligazioni convertibili sul sistema telematico delle borse valori;
- b) sono stati trasferiti sul circuito telematico i titoli negoziati al ristretto;
- c) è stato realizzato un circuito telematico semplificato per la negoziazione dei titoli a reddito fisso quotati.

Per la realizzazione di quanto previsto al punto a) un primo problema che si è posto è stato quello di individuare le modalità di contrattazione più appropriate per i cosiddetti titoli "sottili", i titoli cioè sui quali si sviluppano scarsi volumi di scambi.

In un primo tempo, era stata suggerita come unica modalità di contrattazione per questa categoria di titoli un'asta a chiamata elettronica da effettuarsi in un momento diverso dall'apertura del mercato dei titoli liquidi. Per i titoli sottili, cioè non si sarebbe svolta la fase di negoziazione continua; ciò, anche al fine di evitare che i possibili, ripetuti tentativi di far passare tali titoli dalla fase di apertura alla fase di negoziazione continua appesantissero i carichi di lavoro del sistema. L'esperienza ha però dimostrato che il passaggio di un titolo sottile dal mercato gridato al mercato telematico ha sempre avuto un effetto positivo sulla sua liquidità in quanto, sebbene il numero dei contratti sia rimasto limitato, non si sono avuti casi in cui i "book" dei titoli siano rimasti del tutto vuoti; ciò ha

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

consentito di liquidare posizioni, anche non marginali, senza eccessivi sacrifici di prezzo. Per tali considerazioni è stata quindi successivamente suggerita l'ipotesi di un'asta elettronica seguita da una fase di negoziazione in continua di durata ridotta.

La soluzione ipotizzata presenta il vantaggio di non tenere impegnato il circuito per tutta la seduta consentendone così l'utilizzo per la negoziazione di altri titoli; inoltre essa prevede che l'apertura sia effettuata in un momento successivo a quello delle "blue chips", in particolare nel momento in cui, sulla base delle statistiche disponibili, il sistema risulta meno impegnato, favorendo tra l'altro una migliore allocazione del personale degli intermediari.

D'altro canto, una soluzione che avesse previsto per i titoli sottili modalità di contrattazione diverse da quelle adottate per i titoli più liquidi sarebbe stata interpretata come segnale di "scarsa qualità" dei titoli stessi e, conseguentemente, avrebbe potuto comportare un giudizio negativo da parte degli emittenti. Ciò avrebbe in definitiva costituito un deterrente per le imprese di medie dimensioni a richiedere l'ammissione a quotazione ufficiale.

In conclusione, la soluzione adottata, che è operativa dal 14 aprile 1994, prevede che i titoli sottili siano negoziati con le medesime modalità dei titoli liquidi ma con orari differenziati e con una fase di contrattazione continua ridotta.

In ogni caso è previsto che si possano trasferire con facilità quei titoli che, inizialmente collocati nella classe di titoli con orario di contrattazione ridotto, vengono ad assumere, anche temporaneamente, caratteristiche di maggiore liquidità e che si trattino con i medesimi orari tutte le categorie di titoli azionari, inclusi i warrant e le eventuali obbligazioni convertibili emessi da uno stesso soggetto ancorché uno di questi non sia ricompreso nella categoria dei titoli liquidi (es. azioni ordinarie ed azioni di risparmio.)

Interventi di notevole portata sono stati realizzati anche per il mercato dei titoli a reddito fisso (obbligazioni e titoli di stato). Anche per questi titoli la trattazione sul sistema telematico ha

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

infatti rappresentato la soluzione più efficiente; tuttavia occorre notare che su tale mercato sono trattati circa 1.000 titoli, molti dei quali - di norma - non danno luogo a negoziazioni. Data questa circostanza, si è ritenuto opportuno prevedere il loro trasferimento su un circuito telematico, adottando come modalità di contrattazione l'asta a chiamata e stabilendo regole di incrocio e di formazione dei prezzi tali da consentire la massimizzazione delle quantità scambiate.

Sulla base di queste considerazioni è stato sviluppato un progetto di sistema telematico semplificato per la negoziazione dei titoli a reddito fisso, che ha dato luogo alla realizzazione del Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (M.O.T.), il quale, fin dal suo avvio (18 luglio 1994) ha registrato il crescente interesse degli operatori.

Tale mercato è articolato in due fasi successive di contrattazione: una prima fase ad asta ed una seconda di sottoscrizione.

L'asta elettronica a chiamata è composta, a sua volta, di due differenti fasi: la prima fase, detta "asta preventiva o virtuale" permette l'immissione delle proposte per tutti i titoli quotati per un periodo di circa tre ore, durante il quale un algoritmo di calcolo formula un prezzo ed una quantità teorica di apertura. In questa fase non vengono conclusi contratti, e gli ordini possono essere ritirati o rivisti, salvo perdere la priorità di tempo nell'esecuzione. Il prezzo teorico che si forma al termine di questa fase serve per avviare l'asta definitiva.

Si noti che questa fase di contrattazione, che non è prevista per l'analogo sistema di contrattazione telematica delle azioni quotate, consente agli operatori un notevole risparmio di tempo e di personale in relazione alle specifiche caratteristiche di questo mercato. Come già accennato, infatti, esso è caratterizzato dalla presenza di un elevato numero di titoli quotati dei quali solo un numero ristretto presenta una liquidità ed una frequenza di contrattazione paragonabili a quelle del mercato azionario. Conseguentemente, solo su pochi titoli sarebbe economicamente giustificata la presenza e

XIII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

l'utilizzazione continuativa del sistema da parte degli operatori. D'altro lato, occorre comunque assicurare al mercato la possibilità di negoziare anche titoli poco liquidi, senza gravare eccessivamente di oneri i soggetti negozianti.

Il contemperamento di queste opposte esigenze è appunto assicurato dall'esistenza dell'asta preventiva.

Infatti:

- i titoli per i quali esiste un interesse sia pur minimo da parte del mercato (anche un solo ordine della clientela o in conto proprio dei negozianti) passano alla fase di asta definitiva;
- i titoli per i quali non siano presenti ordini passano direttamente alla fase di chiusura (vale a dire le contrattazioni potranno avvenire solo a partire dal giorno successivo).

Ciò consente agli operatori di "seguire" i soli titoli che passeranno alla fase di asta definitiva salvaguardando, nel contempo, la possibilità per il mercato di negoziare tutti i titoli di stato e obbligazionari quotati.

Come accennato, all'asta definitiva partecipano solo i titoli per i quali si siano evidenziate delle proposte nell'asta virtuale. Durante la fase di asta definitiva, la cui durata è di circa un'ora, tutte le proposte possono essere modificate; ciò comporta però la perdita della relativa priorità temporale. Alla fine di questo periodo viene formato il prezzo di asta definitiva, in base al quale si concludono i contratti fra le controparti.

Qualora il prezzo d'asta definitiva non sia determinabile, ovvero non rispetti i criteri di validità, è stata prevista un'ulteriore fase, detta asta di rinvio, in cui il sistema determina un nuovo prezzo d'asta sulla base delle nuove proposte.

Le regole che presiedono alla determinazione del prezzo di asta ed all'abbinamento delle proposte nella fase dell'asta definitiva, ovvero di rinvio, sono sostanzialmente le stesse di quelle previste per l'apertura del sistema di contrattazione continua delle azioni quotate.

Tutte le proposte che non hanno trovato esecuzione durante

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

l'asta definitiva vengono automaticamente trasferite dal sistema alla fase successiva detta di sottoscrizione. In tale fase le proposte devono contenere un'indicazione di prezzo e possono essere sottoscritte dagli operatori abilitati tenendo conto delle priorità di prezzo e di tempo.

L'obiettivo di procedere, entro il 1994, all'abbandono del sistema di contrattazione "alle grida" per tutti i titoli quotati ha comportato anche il problema del trasferimento sul sistema telematico dei titoli del mercato ristretto.

Tenuto conto dei modesti volumi che caratterizzano tale categoria di titoli, è apparsa immediatamente non economica la soluzione di realizzare per essi un sistema di contrattazione "ex novo". Pertanto la soluzione adottata è stata ancora una volta quella di utilizzare il sistema telematico di contrattazione delle azioni quotate al mercato ufficiale. A questo proposito, tuttavia, si è esaminato se la soluzione individuata non fosse in contrasto con la previsione dell'art.1, comma 3, della legge 23 febbraio 1977, n.49 secondo la quale le contrattazioni dei titoli del "Mercato ristretto" hanno luogo negli stessi locali adibiti alle attività di borsa ma in ore diverse da quelle destinate alla negoziazione dei titoli ammessi alla quotazione ufficiale". L'apparente contrasto con la citata disposizione di legge è stato risolto prevedendo che i titoli del ristretto vengano trattati sul circuito telematico esclusivamente tramite un'asta a chiamata, che ha inizio alle ore 15.00, di modo che la conclusione dei relativi contratti possa avvenire dopo le ore 16.00, cioè dopo l'orario di chiusura del mercato ufficiale.

Per quanto riguarda, invece, il settore dei contratti uniformi a termine, si ricorda la recente istituzione del mercato telematico dei future su indice di borsa.

La CONSOB ha infatti autorizzato (con delibera 11 ottobre 1994, n.8590) le negoziazioni in borsa del contratto FIB 30, di valore nominale pari a lire 100 milioni, avente ad oggetto l'indice di borsa MIB 30.

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Su questo mercato sono presenti, oltre ai tradizionali intermediari attualmente operanti sul mercato azionario, anche gli intermediari bancari.

Merita di essere ricordato, da ultimo, l'importante regolamento adottato dalla CONSOB con deliberazione 30 settembre 1994, n.8469, disciplinante l'istituzione di mercati nazionali per la negoziazione di valori mobiliari non quotati in borsa e non negoziati nel mercato ristretto: si tratta infatti di un primo importante passo nella direzione di un incremento del ricorso al capitale di rischio da parte delle imprese di minori dimensioni.

Cap. III: VALUTAZIONI D'INSIEME - PROBLEMI E PROSPETTIVE DI RIFORMA**1. Premessa**

La nuova disciplina degli intermediari mobiliari recata dalla legge 2 gennaio 1991, n.1, pur tra le iniziali difficoltà connesse alla novità e complessità degli istituti introdotti ed alla necessità di operare in breve tempo importanti modificazioni organizzative ed amministrative, ha comunque dato buona prova di sé.

L'introduzione di una definizione delle attività di intermediazione mobiliare, l'individuazione dei soggetti che possono svolgerle, l'assoggettamento degli stessi ad una regolamentazione in linea con le più evolute esperienze estere ed in grado di coprire tutti gli aspetti dell'attività di impresa (regole di stabilità, regole di comportamento, regole contabili, regole organizzative, regole concernenti il personale, ecc.) hanno sicuramente contribuito all'innalzamento dei livelli di professionalità, sicurezza, efficienza e trasparenza degli intermediari e - anche per il loro tramite - dell'intero mercato mobiliare nazionale.

Restano naturalmente "sacche" di inefficienza che, con l'introduzione di una logica di concorrenza di mercato, sono peraltro in via di progressiva eliminazione. Del pari, è emersa la presenza, tra gli intermediari, di soggetti che non operano nel rispetto delle regole loro imposte ed in base a motivazioni del tutto estranee a quelle delle imprese di intermediazione. Su questi soggetti è concentrata l'attenzione delle autorità di vigilanza, che in spirito di piena collaborazione reciproca hanno da tempo iniziato un'opera di "pulizia" del mercato a tutela dei risparmiatori.

In proposito, va peraltro osservato che all'aumentato livello di professionalità degli intermediari non ha fatto seguito un corrispondente accrescimento, tra i risparmiatori, del livello di consapevolezza dei propri diritti e dell'utilizzazione degli strumenti di autotutela loro offerti dalla nuova normativa. Per tale motivo, in taluni casi, i vantaggi offerti dalla maggiore trasparenza imposta dalla

legge n.1/1991 non sono stati adeguatamente sfruttati dagli investitori, che - per incuria, affidamento a terzi soggetti o altro - non hanno posto sufficiente attenzione al contenuto degli obblighi contrattuali da sottoscrivere o delle autorizzazioni specifiche da rilasciare o, ancora, alle avvertenze inserite nei documenti loro consegnati. E' da ritenersi, invece, che l'obiettivo della realizzazione di condizioni di piena e vera trasparenza necessiti di un comportamento maggiormente attivo da parte dei risparmiatori.

2. Problemi concernenti i provvedimenti cautelari e sanzionatori

Il sistema dei provvedimenti cautelari e sanzionatori delineato dalla legge SIM (art.11, comma 12; art.13, commi da 1 a 4) è discutibile sotto diversi profili e ha dato luogo ad alcuni problemi in sede applicativa.

Ciò nonostante, le Amministrazioni competenti (Tesoro, Bankitalia, Consob) si sono fatte carico della necessità di assicurare la corretta operatività del mercato e degli intermediari. A tal fine, sono stati posti in essere una serie di provvedimenti di sospensione e/o di irrogazione di pene pecuniarie amministrative a carico delle SIM riconosciute responsabili di violazioni della normativa di settore.

Il sistema sanzionatorio della legge SIM prevede che il Tesoro adotti dei provvedimenti che, in diversi casi (v.art.13, commi 2, 3 e 4), presuppongono una proposta della Consob o della Banca d'Italia.

Di fatto, si tratta normalmente di una proposta articolata e ampiamente motivata, emanata sul presupposto di un'istruttoria comprendente la constatazione degli addebiti emersi dalla relazione ispettiva e/o dagli accertamenti compiuti. Si è posto quindi il problema di definire esattamente il margine di discrezionalità da riconoscere all'Amministrazione del Tesoro rispetto alla proposta: l'atto ministeriale costituisce un mero assenso, da emanarsi sulla base di una semplice deliberazione della proposta, oppure postula valutazioni autonome, da svolgersi in posizione di (relativa) terzietà e sulla base di un'approfondita istruttoria, rispetto alla quale la proposta

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

dell'organo tecnico rivestirebbe il ruolo di semplice atto di iniziativa?

L'Amministrazione del Tesoro, con riferimento alle sanzioni amministrative pecuniarie, ha ritenuto (confortata in ciò dalla prima giurisprudenza formatasi sul punto) di dover accedere alla seconda tesi, che comporta l'applicazione della normativa sul procedimento amministrativo e lo svolgimento di un'autonoma attività istruttoria e valutativa, in funzione di un esito che può, al limite, non coincidere con il contenuto della proposta Consob o Bankitalia.

Questa impostazione si è rivelata sostanzialmente idonea a garantire la piena difesa degli interessati nell'ambito del procedimento e a consentire un'accurata ponderazione del provvedimento finale. Occorre peraltro l'intervento del legislatore per semplificare la procedura ed eliminare le vischiosità e le duplicazioni scaturenti dalla difficoltà di individuare l'autorità competente alla contestazione degli addebiti, tenendo conto dei principi della L.241/90 sul procedimento amministrativo.

Il sistema previsto dalla legge SIM presenta diverse altre incongruenze.

Si rileva innanzitutto che la pena pecuniaria nella misura minima di L.20 milioni, abbinata alla pubblicità obbligatoria a mezzo stampa, sembra essere eccessivamente penalizzante per violazioni formali di minimo rilievo (che pur si è stati costretti a sanzionare in alcuni casi).

Inoltre, va segnalato il problema concernente il destinatario delle sanzioni. L'Amministrazione del Tesoro, ha ritenuto, sulla base di un'attenta interpretazione della normativa vigente, che anche le pene di carattere pecuniario vadano applicate nei confronti delle SIM in quando tali e non dei legali rappresentanti o delle persone fisiche tramite le quali le stesse agiscono. Questa impostazione, che si discosta da quella vigente (in presenza peraltro di precise disposizioni di legge) nei settori creditizio e assicurativo, è stata contestata in sede giudiziaria, anche sotto il profilo della costituzionalità. Si

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

stratta di un problema che va ripensato ed esplicitamente risolto in sede legislativa.

Un altro punto concerne i provvedimenti ministeriali di sospensione delle SIM dall'esercizio dell'attività (art.13, comma 3) o dall'albo (art.13, comma 4). La legge accomuna questi procedimenti, sotto il profilo sostanziale e procedurale, alle pene pecuniarie, dimostrando con ciò di considerarli a tutti gli effetti come procedimenti sanzionatori. Si tratta in realtà di una impostazione da correggere: occorre infatti distinguere i provvedimenti di carattere pecuniario, concernenti le persone fisiche, da quelli di carattere cautelare e/o interdittivo, attinenti alle società di intermediazione in quanto tali; e su questa base vanno articolati, in maniera ragionevolmente differenziata, i rispettivi procedimenti.

3. Problemi concernenti il commissario ministeriale

La legge 1/1991 contempla tre diverse figure di commissario ministeriale: commissario preposto alla gestione delle attività della SIM (art.13, comma 6, lett.a); commissario incaricato della gestione della SIM, previo scioglimento degli organi amministrativi (art.13, comma 6, lett.b); commissario preposto alla tutela ed alla restituzione dei patrimoni di proprietà dei clienti della società, che si affianca agli organi della procedura concorsuale eventualmente disposta (art.13 comma 5).

L'applicazione pratica di queste disposizioni ha dato luogo a diversi problemi, che richiedono un ripensamento legislativo dell'intera materia. In questa sede, ci si limita a richiamare quello più grave, che concerne il ruolo del commissario ministeriale preposto alla restituzione dei patrimoni ai clienti (ex comma 5), nell'ipotesi di procedura concorsuale in atto. Ci si è chiesti, in particolare, se la previsione legislativa, secondo cui il commissario "si affianca" agli organi della procedura concorsuale, implichi la riconduzione del medesimo ad un ruolo meramente subordinato, fino al punto di impedire la

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

sollecita restituzione dei patrimoni gestiti; oppure se - al contrario - il commissario goda di una propria sfera di autonomia nel decidere in merito alla restituzione, eventualmente anche prevalendo sugli organi della procedura concorsuale.

Il problema, tecnicamente molto complesso, si articola essenzialmente in due questioni distinte seppur connesse. La prima, di carattere procedurale, concerne la necessità di definire esattamente i rapporti tra il commissario e gli organi del fallimento (o - nel caso delle fiduciarie "di gestione" - della liquidazione coatta amministrativa disposta dal Minindustria); la seconda, di carattere sostanziale, concerne la difficoltà di individuare concretamente i presupposti per la restituzione dei patrimoni gestiti ai clienti.

Con riferimento alla prima questione, gli organi delle procedure concorsuali ritengono di dover gestire le restituzioni secondo la procedura (e i tempi) della legge fallimentare, riconoscendo al commissario un ruolo prettamente ausiliario, con ciò vanificando - in alcuni casi - l'esigenza di rapidità sottesa alle previsioni della legge SIM. Peraltro, qualora si volesse accedere all'opposta tesi, resterebbe aperto il problema dell'identificazione del dominus dell'intera procedura, per la soluzione delle questioni controverse.

Sulla seconda questione ci sono gravi incertezze, che hanno avuto notevole risonanza pubblica: ci si riferisce, in particolare, a quei casi in cui il giudice fallimentare ha negato la sussistenza in concreto dei presupposti per la restituzione dei patrimoni alla clientela secondo le regole della rivendica, sulla base di valutazioni che, pur essendo fondate su argomenti degni di considerazione, comportano il rischio di un misconoscimento della specificità del settore dell'intermediazione mobiliare e delle esigenze di tutela del risparmio ad esso inerenti.

4. Problemi relativi al Fondo Nazionale di Garanzia

Il Fondo Nazionale di Garanzia previsto dall'art.15 della

legge.n.1/1991 non era dotato di personalità giuridica.

L'incertezza in ordine alla qualificazione giuridica del Fondo, unita alla mancanza di un chiaro quadro normativo di riferimento, rischiava di provocare seri intralci ed ostacoli operativi nella gestione del medesimo. E' stato pertanto necessario che la legge attribuisse al Fondo la personalità giuridica e l'autonomia patrimoniale e statutaria, quali condizioni indispensabili per una piena funzionalità (v.art.2 D.L. 29/10/1994 n.516, convertito nella legge 27.10.1994 n.598).

In aggiunta, occorrerà provvedere ad una revisione della disciplina di livello regolamentare, allo scopo di semplificare i meccanismi operativi del fondo e di aumentarne la consistenza patrimoniale, attualmente inadatta a fronteggiare adeguatamente le insolvenze già verificatesi.

5. Problemi relativi al Consiglio di Borsa

Secondo l'articolo 24 della legge 2 gennaio 1991, n.1, il Ministro del Tesoro stabilisce, su proposta della CONSOB, lo schema di bilancio del Consiglio di Borsa.

Sulla proposta formulata dalla Consob l'Amministrazione del Tesoro ha ritenuto di dover richiedere il parere del Consiglio di Stato, trattandosi di atto con valenza normativa.

In tale occasione è stato sollevato il problema della incerta natura giuridica del Consiglio di Borsa: semplice organismo più o meno autonomo, oppure ente dotato di personalità giuridica? Ente pubblico o ente operante in regime privatistico?

E' evidente che sia la configurazione del bilancio, sia altri rilevanti profili dell'organizzazione e dell'operatività del Consiglio sono condizionati dalla risposta a queste domande.

Il Consiglio di Stato si è pronunciato nel senso di ritenere che il Consiglio di Borsa sia un organo "sui generis" del soggetto pubblico competente all'intervento generale nella materia, ossia del

Ministero del Tesoro.

Recentemente il legislatore è intervenuto sul punto (v. art.41 della legge n.724/94) attribuendo al Consiglio di Borsa la personalità giuridica e disciplinando i profili relativi alla gestione del personale e alle dotazioni finanziarie e patrimoniali dell'organismo, con ciò ponendo la premessa di un riesame complessivo della questione nel contesto della più generale riforma della legge SIM.

6. Recepimento delle direttive comunitarie e testo unico dei mercati finanziari

Nel corso del 93 è stata approvata la direttiva CEE 93/22 in materia di servizi di investimento che, analogamente a quanto operato in campo bancario dalla Direttiva 89/646/CEE (c.d. II Direttiva banche) è volta a realizzare in materia di attività di intermediazione in valori mobiliari l'armonizzazione minima delle normative dei paesi membri e il mutuo riconoscimento delle discipline. L'applicazione della stessa comporterà la possibilità, per le imprese d'investimento comunitarie, di prestare servizi in qualsiasi paese della CE (sia mediante insediamento sia su base transfrontaliera), rimanendo assoggettate alla normativa e alla vigilanza del paese d'origine (principio del home country control).

Per quanto concerne l'armonizzazione delle normative, la direttiva 93/22 detta una disciplina minimale delle condizioni per:

- il rilascio dell'autorizzazione (capitale minimo iniziale, programma di attività, onorabilità ed esperienza dei responsabili aziendali, idoneità degli azionisti rilevanti);
- l'esercizio dell'attività (regole prudenziali relative -tra l'altro - all'organizzazione dell'impresa per prevenire i conflitti d'interesse; regole di condotta volte ad assicurare correttezza nell'esercizio dell'attività ed a tutelare l'interesse dei clienti).

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Per quanto attiene all'attività di vigilanza, è prevista una ripartizione dei compiti di supervisione tra le Autorità del Paese d'origine e quelle del paese ospitante: alle prime è demandata la vigilanza prudenziale, alle seconde il controllo del rispetto delle norme di comportamento, in attesa di un'armonizzazione completa delle stesse.

Inoltre, la direttiva introduce una serie di disposizioni aventi ad oggetto il funzionamento e l'organizzazione dei mercati mobiliari, fra le quali assumono rilievo:

- l'assenza di un obbligo di concentrazione in borsa delle negoziazioni su titoli quotati. Tuttavia tale obbligo può essere prescritto dai singoli Stati membri quando verificchino congiuntamente le seguenti condizioni:

- a) il cliente abbia la propria residenza abituale nello Stato che richiede la concentrazione;
 - b) l'operazione sia effettuata nel territorio di tale Stato;
 - c) l'operazione abbia ad oggetto titoli negoziati sui mercati regolamentati dello Stato medesimo. In ogni caso deve essere prevista la possibilità di derogare all'obbligo di concentrazione secondo modalità che tengono conto sia delle diverse esigenze degli investitori in materia di protezione, sia della capacità degli investitori professionali di agire al meglio dei loro interessi;
- il principio dell'accesso diretto delle banche ai mercati regolamentati di tutti i paesi membri. In un'ottica di gradualità nell'applicazione di tale previsione, è previsto che gli Stati membri che alla data di adozione della direttiva precludono alle banche l'accesso diretto alle borse valori possano continuare ad applicare tale limitazione fino al 31 dicembre 1996;
- la trasparenza dei mercati : tutti i mercati regolamentati, oltre all'osservanza delle proprie regole di funzionamento, sono tenuti a rendere pubblico- per ogni strumento negoziato - il prezzo medio ponderato, il prezzo più alto e quello più basso nonché il volume dei titoli trattati il giorno precedente. Un' informativa più articolata è

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

richiesta per le negoziazioni effettuate sui mercati a trattazione continua.

Il recepimento della direttiva 93/22/CEE e della connessa direttiva 93/6/CEE (concernente l'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento), per il quale il Governo ha predisposto apposita norma di delega inserita nella proposta di legge comunitaria 1994, comporterà pertanto un'opera di revisione della normativa di settore, e costituirà l'occasione per porre rimedio ai problemi emersi nella prassi applicativa della legge n.1/1991; ed è importante, a questo riguardo, segnalare che lo schema di delega predisposto dal Governo consentirà sia di razionalizzare il sistema dei provvedimenti cautelari e delle sanzioni amministrative al fine di semplificare le procedure ed accrescerne l'efficacia, sia di rendere uniforme per tutti gli intermediari la disciplina delle crisi, in particolare mediante l'assoggettamento delle imprese di investimento all'amministrazione straordinaria ed alla liquidazione coatta amministrativa. Tra l'altro, viene chiarito che le sanzioni pecuniarie si applicheranno alle persone fisiche che rappresentano le imprese di investimento.

Ma la portata delle disposizioni contenute nello schema di legge delega è, in realtà, ancora più ampia.

Infatti il comma 2 prevede il riordino in testo unico delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari e gli altri aspetti connessi.

In tal modo potrà essere razionalizzata la disciplina riguardante le autorità competenti (CONSOB, Consiglio di borsa, Banca d'Italia), gli intermediari (società di intermediazione mobiliare, società fiduciarie, OICVM) i mercati primari (sollecitazione del pubblico risparmio) e secondari (mercati regolamentati). Potrà altresì essere aggiornata la disciplina di istituti che assumono comunque rilievo ai fini del buon funzionamento dei mercati mobiliari e finanziari, quali ad esempio le offerte pubbliche di acquisto e le azioni di risparmio.

La razionalizzazione riguarderà anche la disciplina

XII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

sanzionatoria. Al fine di evitare irragionevoli disparità di trattamento tra gli operatori del mercato finanziario, è innanzitutto previsto - analogamente a quanto stabilito in via generale per il recepimento delle direttive dall'art.2, comma 1, lett.d), della legge - che le sanzioni amministrative e penali saranno coordinate con quelle già comminate dalle leggi vigenti in materia bancaria e creditizia.

Il comma 2 consente altresì al Governo di depenalizzare talune fattispecie contravvenzionali di minor rilievo punite, in via alternativa o congiunta, con l'ammenda o l'arresto fino a un anno, dalle leggi disciplinanti gli intermediari e i mercati mobiliari (quali le leggi n.216 del 1974, n.77 del 1983, n.1 del 1991, n.344 del 1983 e n.86 del 1994). In tale ambito, saranno suscettibili di depenalizzazione, in particolare, quelle fattispecie che già assumono mero rilievo amministrativo per le banche e gli intermediari finanziari; si tratta, ad esempio, del mancato rispetto dei limiti posti agli investimenti degli intermediari ovvero del ritardo non significativo nell'effettuazione di comunicazioni alle Autorità di Vigilanza.

La norma chiarisce altresì che non sono suscettibili di depenalizzazione i reati di ostacolo alle funzioni di vigilanza e di falso, nonché tutte le contravvenzioni che ledono o espongono a pericolo in maniera rilevante il bene giuridico tutelato.

Arc /pp
P7