

sollecitazione e ha più incisivamente differenziato la disciplina concernente l'attività di sollecitazione del pubblico risparmio cosiddetto "porta a porta", di cui all'art.1, comma 1, lett.f), della legge 1/91, da quella di "offerta dei propri servizi" effettuata in luogo diverso dalla sede sociale o dalle sedi secondarie.

La normativa riflette l'attenzione dell'organo di vigilanza nei confronti dell'attività esercitata dai promotori finanziari, tenuto conto che ormai la maggior parte delle scelte di investimento della clientela delle Sim avviene attraverso i soggetti in questione. Infatti, il piccolo e medio risparmiatore spesso non ha mai diretti contatti con l'intermediario autorizzato (se non attraverso le comunicazioni conseguenti ai contratti conclusi), ma soltanto con il promotore, con il quale è naturale l'instaurarsi di un rapporto fiduciario.

Occorre peraltro segnalare che l'esame di esposti di clienti e gli elementi acquisiti nel corso di audizioni degli stessi hanno evidenziato, nella maggioranza dei casi, una generale disinformazione in ordine alle garanzie poste a tutela del risparmiatore dal quadro normativo di riferimento, e sono emerse modalità di approccio degli investitori con il promotore finanziario basate esclusivamente sulla conoscenza personale del soggetto, non supportate da sufficienti informazioni sull'intermediario e sul contratto sottoscritto. Di qui l'esigenza che il promotore esprima la massima professionalità e correttezza, da un lato, e, d'altro canto, che l'intermediario autorizzato sia dotato di una struttura organizzativa idonea ad effettuare gli opportuni controlli sull'attività dei propri promotori. Particolarmente significativo è, inoltre, il continuo incremento dei soggetti che ottengono l'iscrizione all'albo dei promotori. Anche per il 1995, infatti, si è verificato un notevole incremento delle iscrizioni all'Albo unico nazionale dei promotori di servizi finanziari, in una misura che si mantiene più o meno costante ormai dal 1993 (cfr. Tav. aIII.3).

L'ormai prossimo varo del sistema telematico che collegherà le varie commissioni regionali con gli archivi della Consob che gestiscono la tenuta dell'albo dovrebbe rappresentare una soluzione a diversi problemi, soprattutto relativamente ai tempi di

aggiornamento delle informazioni concernenti i soggetti in questione.

Al 31 dicembre 1995 risultavano iscritti all'albo 25.902 promotori. Le regioni con una maggiore concentrazione di soggetti sono la Lombardia (14 per cento circa del totale), il Lazio (13 per cento circa), l'Emilia Romagna (11 per cento circa), il Veneto (10 per cento circa), il Piemonte (8,5 per cento circa); seguono la Toscana, la Campania, la Sicilia e la Puglia, con percentuali tra il 7 e il 4,5 per cento (cfr. Tav. aIII.4).

I provvedimenti di cancellazione dall'Albo assunti nel corso del 1995 sono stati complessivamente 1.344 (cfr. Tav. aIII.5), di cui il 40 per cento circa su istanza dell'interessato (circa il doppio rispetto all'anno precedente), il 29 per cento circa per omesso pagamento del diritto annuo e il 14,5 per cento circa per mancato esercizio dell'attività, senza giustificato motivo; per oltre un anno.

Per quanto concerne l'attività di vigilanza, si segnala che nel corso del 1995 sono stati aperti oltre 300 procedimenti sanzionatori a carico di altrettanti promotori (molti dei quali ancora non conclusi alla data del 31 dicembre 1995); per quanto concerne le sanzioni disciplinari (cfr. Tav. aIII.6) irrogate nel corso dell'anno, si segnala che sono stati adottati 34 provvedimenti di radiazione dall'albo (rispetto ai 116 del 1994), 53 sospensioni cautelari (51 nel 1994), 4 sospensioni a tempo indeterminato (5 nel 1994) e una censura (8 nel 1994).

I procedimenti sono generalmente originati da segnalazioni pervenute da clienti, dagli intermediari, dalle commissioni regionali, da notizie di stampa e da accertamenti ispettivi disposti dalla Consob nei confronti degli intermediari.

Con riguardo agli accertamenti ispettivi, le circostanze emerse relativamente all'attività dei promotori hanno evidenziato, nella maggior parte dei casi, modalità operative di questi soggetti configuranti ipotesi di abusivo esercizio di attività di gestione di patrimoni.

I casi più frequenti di illeciti riscontrati nel corso del 1995 riguardano violazioni delle regole di comportamento alle quali i promotori finanziari devono attenersi, e in

particolare disposizioni di investimento trasmesse dal promotore all'intermediario e "disconosciute" dalla clientela, firme apocrife apposte su moduli contrattuali, modulistica contrattuale compilata in modo incompleto o non corretto, mancata acquisizione della situazione finanziaria del cliente o mancata illustrazione al medesimo delle caratteristiche degli investimenti proposti, accettazione di mezzi di pagamento difformi da quelli prescritti dalle norme regolamentari.

È auspicabile che gli intermediari autorizzati adottino misure "interne" tali da consentire un controllo sistematico sui propri promotori, al fine di prevenire, per quanto possibile, attività a danno della clientela e di garantire la massima professionalità degli operatori, soprattutto in considerazione della elevata concorrenzialità che caratterizza il settore. Appare pertanto di tutta evidenza anche l'utilità del periodo di praticantato richiesto dal vigente regolamento che disciplina l'attività di promotore di servizi finanziari, e la necessità che gli intermediari garantiscano un soddisfacente addestramento degli aspiranti promotori.

Va segnalata, da ultimo, l'attività di risposta a quesiti e a richieste di chiarimento su applicazioni di norme legislative o regolamentari del settore, riguardanti sia le procedure di iscrizione o cancellazione dall'Albo, sia le regole di comportamento, svolta in stretta collaborazione con le commissioni regionali.

Il controllo del rispetto della normativa sull'insider trading

La legge 157/91, che disciplina i reati di *insider trading* e di manipolazione, ha conferito alla Consob il potere di compiere gli atti necessari alla verifica di eventuali violazioni degli articoli 2 e 5, nonché il compito di trasmettere all'autorità giudiziaria gli eventuali elementi raccolti, congiuntamente ad una relazione motivata. Nel gennaio 1995 è stato costituito un apposito Ufficio al fine di accentrare presso una struttura specializzata le istruttorie già in essere, e di pervenire ad una più compiuta definizione

dei metodi da seguire e quindi ad una maggiore incisività.

Di regola, le istruttorie vengono avviate sulla base delle risultanze dell'attività di controllo dei mercati, ovvero di quanto rilevato nell'espletamento di altre attività istituzionali. Numerose istruttorie sono inoltre state aperte sulla scorta di elementi informativi provenienti da fonti esterne.

Nell'espletamento dell'attività istruttoria, la Commissione si avvale di tutti i poteri previsti dall'art. 8 della legge 157/91. Nei confronti dei soggetti sottoposti alla vigilanza della Consob, vengono utilizzati i poteri di cui all'art. 1/3 della legge 216/74: richiesta di dati, notizie, atti e documenti; audizioni; verifiche ispettive. In particolare sono state effettuate 300 richieste agli intermediari autorizzati, 42 richieste a società quotate, 15 richieste ad investitori istituzionali, 3 verifiche ispettive, 2 audizioni.

Nei confronti dei soggetti diversi dai precedenti - generalmente committenti di operazioni di compravendita poste in essere nel periodo oggetto di indagine - sono state effettuate 34 richieste di dati e notizie, nonché 9 audizioni.

In conformità a quanto previsto dall'art. 8 la Commissione si è avvalsa in 9 casi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni, e in rispetto di quanto disposto dall'art. 9 della predetta legge ha frequenti rapporti di collaborazione con le autorità competenti dei paesi esteri.

2. L'ATTIVITA' REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA

Le modifiche ai regolamenti di attuazione della legge n. 1/91 in materia di intermediari mobiliari

In relazione all'emergere di esigenze specifiche segnalate dagli operatori, anche a mezzo delle associazioni di categoria, la Commissione ha provveduto a modificare

alcune delle norme regolamentari di attuazione della legge n. 1/91.

Con riferimento al regolamento n. 5386/91, e in particolare alle disposizioni ivi contenute in cui si determinano i requisiti di professionalità richiesti per la partecipazione all'esame di abilitazione per negoziatori di valori mobiliari per conto di Sim, la Commissione con delibera n. 8973 del 2 gennaio 1995 ha modificato l'art. 26, nel senso di equiparare il tirocinio presso una Sim a quello presso un agente di cambio. Tale equiparazione, del resto, appare sorretta da ragioni di ordine logico, oltre che pratico, considerata la sostanziale equivalenza - per quanto qui interessa - degli intermediari in questione, entrambi autorizzati alla negoziazione nei mercati regolamentati.

Con riguardo, ancora, al regolamento n. 5386/91, e più precisamente alla disciplina in tema di rendiconti periodici relativi alla gestione di patrimoni, la Commissione ha inoltre proceduto a modificare, con delibera n. 9209 dell'8 maggio 1995, l'art. 21.

La modifica in discorso ha trovato la propria ragione di essere nella opportunità di estendere, anche in linea con le indicazioni provenienti dalla direttiva 93/22/CEE relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, ad altri casi il principio che, salvo diverso accordo tra le parti, nei rapporti tra intermediari autorizzati ed operatori qualificati, non si applicano talune disposizioni contenute nel regolamento. Ciò considerate le diverse, minori esigenze di tutela di detta categoria di soggetti rispetto alla generalità degli investitori.

In particolare, fermo restando l'obbligo degli intermediari autorizzati di rendere conto anche ai clienti qualificati del proprio operato, la Commissione ha ritenuto che non debbano necessariamente applicarsi le disposizioni relative al contenuto e alla struttura dei rendiconti periodici da inviare ai clienti gestiti. Su tali basi, ove tra le parti non dovesse intervenire alcun accordo alternativo, spetterebbe agli intermediari prescegliere le modalità di documentazione e giustificazione dell'attività gestoria svolta più confacenti al diligente adempimento dell'obbligo di rendiconto.

Per quanto concerne, infine, il regolamento n. 8850/94, disciplinante l'esercizio

delle attività di intermediazione mobiliare, la Commissione ha modificato, con delibera n. 9422 del 28 agosto 1995, d'intesa con la Banca d'Italia, l'art. 30, comma 6.

La norma prevedeva, nella sua versione originaria, limitatamente alle operazioni di sottoscrizione, di acquisto o di scambio aventi ad oggetto quote di fondi comuni di investimento di cui alla legge n. 77/83, emesse da società di gestione appartenenti al gruppo, e di valori mobiliari emessi da Sicav appartenenti al gruppo ovvero collocati da soggetti appartenenti al gruppo, un diverso e più favorevole regime, essenzialmente basato sul rilascio di un'autorizzazione *una tantum*, nel contratto, per tutte le operazioni della specie.

Avendo rilevato che, qualora le quote di Oicvm siano collocate direttamente dall'intermediario gestore ovvero da un soggetto appartenente al suo gruppo, ciò non assume rilievo tale da giustificare un trattamento differenziato delle due fattispecie (con assoggettamento della prima ad un regime ben più restrittivo, rispetto alla seconda), la Commissione ha deliberato di equiparare la situazione degli intermediari gestori che investono le disponibilità della propria clientela in quote di Oicvm collocati da società del gruppo a quella dei medesimi intermediari che investono in quote di Oicvm da essi stessi collocate.

Le norme di attuazione e gli orientamenti interpretativi della legge 1/91

Nel corso del 1995 la Commissione ha affrontato numerose questioni interpretative e applicative della legge 2 gennaio 1991, n. 1, anche a seguito di quesiti specifici formulati dagli operatori.

Con riguardo, anzitutto, alla applicabilità delle disposizioni della legge all'attività svolta dagli intermediari incaricati di ricevere le adesioni ad una offerta pubblica di acquisto, è stato osservato che, sebbene l'accettazione dell'offerta o il suo inoltro debbano avvenire esclusivamente per il tramite di intermediari autorizzati alle attività

di negoziazione o di raccolta ordini, le attività di intermediazione mobiliare sono distinte da quella di raccolta delle adesioni ad una offerta pubblica di acquisto sia dal punto di vista normativo sia dal punto di vista concettuale. Ciò per la evidente differenza che corre tra l'acquisizione di un ordine per la sua esecuzione o per la sua trasmissione ad un intermediario negoziatore e l'acquisizione di una adesione e la sua gestione ai fini della partecipazione alla complessa operazione di offerta pubblica.

Poiché, pertanto, l'attività di raccolta delle adesioni non è attività di intermediazione mobiliare, ma solo un'attività consentita esclusivamente ai sopra indicati intermediari, questi ultimi, nello svolgimento della stessa, non sono soggetti alle disposizioni della legge n. 1/91 e relativi regolamenti di attuazione ma solo a quelle della legge n. 149/92 e della delibera n. 6234/92.

La Commissione, ancora, si è pronunciata favorevolmente sulla possibilità, per un intermediario, di delegare alle banche collocatrici dei propri servizi la materiale conservazione del contratto e della dichiarazione firmata dal cliente di aver ricevuto il documento informativo. Nell'ammettere tale possibilità la Commissione ha, tuttavia, fatto le seguenti precisazioni: la delega non può in nessun caso riguardare il compimento di atti di esecuzione del servizio; l'intermediario che presta il servizio resta pienamente responsabile della regolare compilazione e conservazione del contratto e dei documenti ad esso allegati nonché del controllo sulla piena identità tra le informazioni desumibili dai citati documenti e quelle ad esso trasmesse in via informatica e deve comunque acquisire, archiviare ed aggiornare i dati contenuti nei documenti conservati dalle banche collocatrici; i rapporti tra l'intermediario che presta il servizio e le banche collocatrici devono essere regolati in modo da assicurare la pronta reperibilità e disponibilità presso la propria sede dei documenti di cui sopra in occasione di verifiche ispettive e in ogni altro caso in cui ciò sia necessario.

Per ciò che concerne l'attività di gestione patrimoniale, la Commissione ha chiarito, con riferimento alle norme del regolamento n. 8850/94, relative a particolari modalità operative riguardanti talune tipologie di valori mobiliari, che la loro finalità

generale è quella di delineare per gli intermediari gestori un quadro di vincoli non superabili nemmeno con il consenso del cliente; in particolare, relativamente all'art. 32, comma 1, la Commissione, ribadita la riferibilità della disposizione a tutte le operazioni aventi ad oggetto strumenti derivati, ha precisato che le condizioni alle quali detta norma subordina la conclusione di tali operazioni non possono essere derogate in alcun caso, neanche da parte dell'intermediario gestore che, previa autorizzazione del cliente, ponga in essere le predette operazioni esclusivamente a fini di copertura dei rischi del patrimonio gestito (salvo quanto specificamente previsto per i contratti *swaps*).

È stato poi precisato che, in caso di esecuzione di un ordine cumulativo per un quantitativo inferiore a quello richiesto, la possibile determinazione di "spezzature" nei portafogli della clientela gestita, conseguente alla ripartizione proporzionale del quantitativo ottenuto, prevista dall'art. 29, comma 4, del regolamento n. 8850/94, è pienamente coerente con il disposto di tale norma, la quale è volta a garantire la parità di trattamento di tutti i clienti gestiti per i quali è stato emesso l'ordine cumulativo; in ogni caso, tale eventualità può essere esclusa in radice da parte dell'intermediario mediante l'emissione di ordini "al mercato" o comunque di ordini con limite di prezzo aventi particolari modalità di esecuzione.

La Commissione ha precisato, ancora, che gli aspiranti negozianti, pur potendo acquisire l'esperienza richiesta per essere ammessi a sostenere l'esame di abilitazione di cui all'art. 7, commi 2 e 3, della legge n. 1/91, oltre che esercitando l'attività di procuratore o rappresentante alle grida, anche operando in qualità di praticanti presso agenti di cambio, tuttavia non possono, una volta abilitati, operare nei mercati regolamentati per conto di questi ultimi i quali, nell'esecuzione delle negoziazioni sui mercati regolamentati, continuano ad avvalersi degli operatori previsti dalle disposizioni che ne disciplinano l'attività.

Questioni interpretative sono state poste anche in relazione alla disciplina degli obblighi di acquisizione, da parte degli intermediari, delle informazioni relative alla situazione finanziaria dei clienti, come prescritto dall'art. 6, comma 1, lett. d), della legge n. 1/91.

Benché nel vigente regolamento non sia stata riprodotta la disposizione relativa all'acquisizione di tali informazioni e all'eventuale rifiuto di fornirle, deve ritenersi che

anche la nuova disciplina consenta, sebbene solo implicitamente, agli intermediari di operare nonostante il rifiuto del cliente di fornire le notizie richiestegli; sono oggi lasciate, invece, alla discrezionalità dell'intermediario le modalità di acquisizione delle informazioni o del rifiuto di fornirle, nonché le modalità di conservazione della relativa documentazione.

Un altro intervento ha riguardato i criteri alla luce dei quali devono essere valutate la frequenza, le dimensioni, l'adeguatezza delle operazioni, atteso che nell'art. 6, comma 1, del regolamento in parola detti criteri non sono più precisati.

In via preliminare, è stato rilevato che, per l'attività di gestione, l'art. 29, comma 1, del medesimo regolamento individua nelle "dimensioni del patrimonio gestito" un riferimento oggettivo utilizzabile in aggiunta e anche in assenza delle informazioni sulla situazione finanziaria del cliente.

Per ciò che concerne le altre attività di intermediazione, è stato chiarito che, per effetto del combinato disposto delle disposizioni legislative e regolamentare sul punto (art. 6, comma 1, lett.f), della legge e art. 6, comma 1, del regolamento), il criterio di riferimento è sempre costituito dalla situazione finanziaria del cliente; in assenza di informazioni sulla medesima, la valutazione deve effettuarsi utilizzando tutte le notizie di cui l'intermediario disponga, relative al cliente (età, professione, presumibile propensione al rischio valutata in rapporto all'abituale operatività dello stesso), concernenti la situazione del mercato e le opportunità da esso offerte, nonché ogni ulteriore informazione che risulti comunque utile ai fini in parola.

La Commissione ha fornito chiarimenti anche relativamente all'art. 13, comma 6, del regolamento n. 8850/94, ai sensi del quale "il collegio sindacale segnala senza indugio alla Consob le contestazioni effettuate e le irregolarità riscontrate".

Attraverso l'eliminazione del riferimento (contenuto nel regolamento previgente) alla "gravità" delle irregolarità, detta disposizione ha obiettivamente esteso la portata degli obblighi di comunicazione posti a carico del collegio sindacale degli intermediari; per altro verso, il richiamo alla *mera* irregolarità ha introdotto la necessità di una

selezione, da parte del collegio sindacale, volta a evidenziare tutti i dati oggettivamente significanti per l'attività di controllo della Commissione.

Pertanto, mentre dovranno essere senz'altro segnalate le irregolarità direttamente concernenti l'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare, nascenti dalla violazione di norme di settore, le altre irregolarità, nascenti dalla violazione di regole diverse da quelle di settore, dovranno essere oggetto di segnalazione solo qualora assumano, sia pure indirettamente, una notevole importanza nell'ambito della gestione societaria nel suo complesso.

Quanto al concetto di "contestazione", si è chiarito che esso non assume autonoma rilevanza, ma indica soltanto una possibile ed eventuale azione interna del collegio sindacale nei confronti dei soggetti sottoposti al suo controllo, con la conseguenza che l'obbligo di segnalazione, previsto dalla norma in parola, rimane esclusivamente legato all'accertamento di irregolarità aventi i caratteri appena chiariti.

Perciò se, da un lato, non dovranno essere comunicate le contestazioni che non abbiano ad oggetto vere e proprie irregolarità (ad esempio osservazioni di mera opportunità che il collegio sindacale esterni al consiglio di amministrazione o all'assemblea al solo scopo di contribuire ad una migliore gestione societaria), d'altro canto, le irregolarità riscontrate andranno segnalate indipendentemente dal fatto che il collegio sindacale abbia provveduto o intenda provvedere ad una contestazione diretta al soggetto interessato.

La Commissione si è pronunciata, ancora, sul tema del riconoscimento di interessi sulle disponibilità liquide della clientela, consegnate ad intermediari non bancari ovvero da essi detenute a seguito di operazioni di disinvestimento, chiarendo innanzitutto che il problema si pone - rientrando la materia degli interessi tra quelle affidate alla disponibilità delle parti (cliente e intermediario) - solo in caso di assenza di specifiche determinazioni convenzionali. In particolare, per i casi in cui l'intermediario non bancario sia esonerato dall'obbligo di deposito in banca delle somme ricevute dal cliente (in quanto l'esecuzione dell'incarico da questi conferito comporti l'imminente consegna materiale di dette somme), come pure per le ipotesi di riscossione di somme di denaro per conto del cliente da consegnare a quest'ultimo secondo determinate istruzioni, pur essendosi riconosciuta la posizione debitoria dell'intermediario, è stata esclusa la sussistenza in capo allo stesso dell'obbligo della corresponsione degli interessi sulle somme ricevute.

Si è ritenuto che, ogni qualvolta il deposito presso una banca delle somme ricevute dal cliente non sia necessario, l'intermediario non sia obbligato alla corresponsione degli interessi sulle somme medesime, in quanto esse costituiscono, in

sostanza, a seconda dei casi, la "provvista" del mandatario ai fini dell'esecuzione dell'incarico o il risultato della esecuzione del mandato; resta fermo che l'esonero dall'obbligo in parola è condizionato al rispetto, da parte dell'intermediario, dei tempi previsti o stabiliti per l'esecuzione dell'operazione di investimento o per la consegna al cliente delle somme ricavate dalla operazione di disinvestimento.

Relativamente invece all'opposto caso in cui l'intermediario non bancario sia tenuto al deposito presso una banca, entro il giorno successivo a quello di ricezione, delle somme consegnate dalla clientela (o rivenienti dalla esecuzione degli incarichi), la soluzione del problema in esame è stata ricollegata al principio di separatezza, sancito dall'art. 8, comma 2, della legge n. 1/91 a proposito della sola attività di gestione patrimoniale ma riferibile alla generalità dei rapporti tra intermediari e clientela e quindi, ad ogni fattispecie di deposito di denaro obbligatorio.

Per effetto del principio di separatezza, le somme di denaro di pertinenza dei clienti, pur essendo depositate in banca in un conto intestato all'intermediario, restano separate per espressa previsione di legge da quelle degli altri clienti e da quelle dell'intermediario e nella proprietà sostanziale di ciascun cliente. Per tale ragione, non sembra possibile configurare un obbligo di corresponsione di interessi come obbligo proprio dell'intermediario, considerata la qualità di quest'ultimo di titolare delle somme per conto altrui anziché di debitore del cliente; appare più corretto, invece, ritenere che gli interessi corrisposti dalla banca depositaria vadano ad accrescere la consistenza delle disponibilità di pertinenza dei clienti e che l'intermediario sia tenuto, nei confronti di ciascuno di essi, alla ripartizione proporzionale di tali rendimenti.

Vari chiarimenti sono stati forniti in tema di promotori di servizi finanziari. Si è più volte avuto occasione di rilevare, in relazione a fattispecie concrete, che il "giustificato motivo" che, ai sensi dell'art. 13, comma 1, lett. b), del regolamento n. 5388/91, può escludere la cancellazione dall'Albo dei promotori di servizi finanziari per mancato esercizio dell'attività per oltre un anno, è identificabile esclusivamente in un impedimento oggettivo e indipendente dalla volontà del promotore.

Si è inoltre osservato che le disposizioni in materia di responsabilità solidale dell'intermediario autorizzato per gli eventuali danni arrecati dal promotore di servizi finanziari nello svolgimento delle incombenze al medesimo affidate, di cui all'art. 5, comma 4, della legge n. 1/91, devono intendersi riferite all'intermediario per il quale

il promotore presta in concreto l'attività tipica, a nulla rilevando la circostanza che questi sia legato da un contratto di lavoro dipendente - per motivi diversi dallo svolgimento dell'attività di promozione di servizi finanziari - ad altra società.

In più occasioni è stata infine ribadita la possibilità, dal punto di vista dell'ordinamento di settore, per i promotori di servizi finanziari di affiancare all'attività tipica, di per sé non esclusiva, un'altra attività lavorativa, sia pur segnalando l'esigenza di astenersi, nello svolgimento di quest'ultima, dal rappresentare la propria qualifica di promotore e ciò allo scopo di non ingenerare confusioni nella clientela.

3. LE ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

La negoziazione di valori mobiliari

Nel primo semestre del 1995, il controvalore complessivo dei titoli negoziati è stato pari a 2.529.000 miliardi di lire (contro 1.925.000 miliardi nello stesso periodo del 1994), ripartibili in titoli di Stato per il 76 per cento, in altri titoli di debito per il 4 per cento, in azioni ed altri titoli di capitale per il 7 per cento, in altri valori mobiliari per il 13 per cento.

Le modalità operative con le quali le Sim eseguono le negoziazioni si differenziano notevolmente a seconda della categoria di valore mobiliare scambiata. Le negoziazioni di azioni sono eseguite dalle Sim per lo più per conto di terzi: la quota sul totale del controvalore scambiato, sia nel secondo semestre del 1994 che nel primo semestre del 1995, è stata superiore all'80 per cento (cfr. Tav. aIII.7). Nel caso dei titoli di Stato, invece, viene preferita la modalità operativa della negoziazione per conto proprio (con quote percentuali che si aggirano attorno al 90 per cento). In una

situazione intermedia, ma pur sempre caratterizzata da una prevalenza della negoziazione per conto proprio, si collocano gli scambi di obbligazioni ed altri titoli di debito. Per quanto riguarda la negoziazione di azioni, la peculiarità sopra descritta può essere spiegata considerando il divieto, per le Sim, di soddisfare le richieste della clientela di compravendita di titoli azionari quotati (e più in generale di titoli quotati diversi dai titoli di Stato o garantiti dallo Stato) mediante acquisti o vendite per conto proprio fuori dai mercati regolamentati, derivante dal combinato disposto dei commi 2 e 5 dell'articolo 11 della legge 1/91. Tale circostanza implica che tutte le richieste di scambi di tali titoli, da parte della clientela, vengano soddisfatte attraverso la modalità della negoziazione per conto di terzi. Non si applicano, invece, ai titoli di Stato e garantiti dallo Stato né l'obbligo di concentrazione nei mercati regolamentati, né il divieto sopra richiamato; conseguentemente le Sim, per prassi operativa, sono solite fare transitare nel proprio portafoglio compravendite di titoli di Stato eseguite, in realtà, per conto della clientela, dilatando i volumi degli scambi eseguiti formalmente per conto proprio.

Relativamente all'obbligo di concentrazione nei mercati regolamentati delle operazioni su valori mobiliari ivi richiamato, l'art. 11 della legge 1/91 prevede due specifiche deroghe: la possibilità di eseguire negoziazioni al di fuori dei mercati regolamentati, dietro autorizzazione scritta del cliente, nel caso in cui ciò consenta la realizzazione di un miglior prezzo per lo stesso (la cosiddetta *best execution*) e quella di eseguire negoziazioni "fuori borsa" a prezzi liberamente contrattati tra le parti, nel caso in cui tali negoziazioni abbiano ad oggetto quantitativi non inferiori ad ammontari minimi stabiliti in un primo tempo dalla Consob e attualmente dal Consiglio di borsa (il cosiddetto "mercato dei blocchi"). Al riguardo, si può ritenere che il ricorso alle due deroghe citate sia stato, tutto sommato, scarsamente rilevante (cfr. Tav. aIII.8). Solo una quota pari al 2,8 per cento del controvalore complessivo degli scambi è transitata sul mercato dei blocchi, a testimonianza della mancanza di *dealers* attivi su tali titoli, mentre gli scambi "fuori mercato", forse a causa degli oneri connessi agli obblighi di

segnalazione al mercato ed alla Consob e di autorizzazione da parte del cliente, hanno riguardato quote inferiori all'1 per cento. Totalmente diversa è invece la ripartizione per mercato delle negoziazioni di obbligazioni quotate. In questo caso, la preponderanza degli scambi eseguiti fuori dai mercati regolamentati e nei mercati esteri è da mettersi in connessione, rispettivamente, con l'esenzione dagli obblighi di concentrazione in borsa dei titoli obbligazionari garantiti dallo Stato, e con la notevole consistenza dei volumi di negoziazione di obbligazioni estere.

La concentrazione nel comparto della negoziazione per conto proprio è maggiore di quella presente nel mercato della negoziazione per conto di terzi (cfr. Tavv. aIII.9 e aIII.10). In particolare, relativamente agli scambi per conto proprio nel comparto dei titoli di Stato, sia nel primo semestre del 1994 che nel primo semestre del 1995, la somma dei volumi degli scambi delle prime tre Sim è stata pari alla metà del controvalore complessivo delle negoziazioni. Percentuali molto simili si ottengono sommando le quote dei primi tre operatori nella compravendita di altri titoli di debito e di capitale. Inoltre, pur essendo il numero dei *dealers* attivi sul mercato molto prossimo a quello dei *brokers*, in tutti e tre i comparti analizzati (azionario, obbligazionario e titoli di Stato), gli scambi per conto di terzi sono maggiormente equidistribuiti.

Ne è dimostrazione il fatto che le quote medie delle Sim più piccole (ovvero di quelle oltre la decima posizione nella classifica per volumi intermediati) risultano essere in questo mercato nettamente più alte (0,76 per cento nel comparto azionario e 0,59 per cento nel comparto dei titoli di Stato per il primo semestre 1995) di quelle rilevate per la negoziazione per conto proprio. Analizzando, infatti, i dati relativi al primo semestre 1995 per le negoziazioni in conto proprio di titoli di Stato, si può notare che le prime 10 Sim (sul totale delle 96 attive) raggiungono quote di negoziato pari al 86,5 per cento del totale e che, conseguentemente, esistono ben altri 91 operatori marginali, che, nel loro complesso, detengono quote pari al 13,5 per cento del totale (con una quota media dello 0,16 per cento). Nel comparto azionario, invece, oltre alle prime 10

Sim ne esistono altre 69 che detengono nel complesso una quota del 27,8 per cento del totale (con una quota media dello 0,40 per cento).

Occorre precisare che tra le cause all'origine di questa differenziazione strutturale è possibile inserire l'effetto della prassi operativa, adottata dalle Sim, di fare transitare per il portafoglio di proprietà operazioni su titoli di Stato eseguite, di fatto, per conto della clientela. Ciò, come detto, può avere dato origine ad una lievitazione degli importi relativi alla negoziazione in conto proprio di tali titoli per le Sim di maggiori dimensioni.

La gestione dei patrimoni

L'analisi dei dati provenienti dalle segnalazioni di vigilanza evidenzia il ruolo di assoluta rilevanza delle banche in questo mercato. Infatti, al 30 giugno 1995, il patrimonio gestito dalle banche ammontava a 129.000 miliardi di lire, contro i 31.000 miliardi di lire gestiti dalle Sim e i 18.000 miliardi di lire gestiti dalle società fiduciarie, mentre, al 31 dicembre 1994, le banche risultavano avere in gestione patrimoni per un controvalore complessivo di 132.000 miliardi di lire, contro i 29.000 miliardi di lire delle Sim e i 19.000 miliardi di lire delle società fiduciarie.

Notevolmente differenti sono, invece, i valori medi (per contratto di gestione sottoscritto) dei patrimoni gestiti dalle tre tipologie di intermediari. Prendendo come riferimento i dati rilevati al 30 giugno 95, infatti, la dimensione media dei patrimoni gestiti era pari a 234,9 milioni di lire per le banche (231,6 al 31 dicembre 94), a 137,5 milioni per le società fiduciarie (146,2 al 31 dicembre 94) e a 1.699,7 milioni per le Sim (1.453,8 al 31 dicembre 94). All'origine di questo fenomeno sta la diversità della composizione della clientela della Sim (tra cui è presente un maggior numero di investitori istituzionali) rispetto alla clientela degli altri due tipi di intermediari (tra cui è rilevabile una maggiore presenza di clienti con minori disponibilità finanziarie).

Considerando la composizione media dei patrimoni gestiti dai diversi intermediari attivi (cfr. Tav. aIII.11), emerge una certa diversità nelle scelte di investimento. In particolare, mentre si evidenzia in ogni caso un forte peso dei titoli di Stato all'interno dei patrimoni gestiti (che rappresentano all'incirca la metà del controvalore complessivo), le Sim sembrano caratterizzarsi per una inclinazione verso l'investimento in titoli obbligazionari (più di un terzo del controvalore complessivo dei portafogli) più marcata rispetto a quella manifestata dalle società fiduciarie (circa un quinto del controvalore complessivo dei portafogli), mentre la tendenza opposta si manifesta per le quote di Oicvm.

Il grado di concentrazione nel mercato della gestione di patrimoni è notevolmente differenziato tra i vari tipi di intermediari autorizzati (cfr. Tav. aIII.12). La concentrazione nel segmento delle Sim assume valori intermedi tra quella osservabile per le banche e quella osservabile per le fiduciarie. In particolare, le prime 3 Sim detengono, al 30 giugno 95, una quota pari al 26,9 per cento del mercato (27,8 per cento al 30 giugno '94), le prime 5 una quota del 37,3 per cento (39,4 per cento al 30 giugno '94), le prime 10 una quota del 56,8 per cento (55,2 per cento al 30 giugno '94), le prime 20 una quota del 77,3 per cento (79,1 per cento al 30 giugno '94). Il segmento della gestione tramite banche si caratterizza, invece, per un numero molto maggiore di intermediari autorizzati (circa doppio rispetto a quello delle Sim e circa triplo di quello delle società fiduciarie) e per un grado di concentrazione minore. Ciò è diretta conseguenza del tipo di clienti medi a cui le banche si rivolgono, per i quali la scelta dell'intermediario è fortemente influenzata dalla sua localizzazione geografica e dagli altri rapporti di raccolta ed impiego di fondi. Più concentrato risulta essere, invece, il segmento della gestione di patrimoni tramite società fiduciarie, anche a causa del numero ridotto di operatori attivi. In particolare, la metà del mercato è detenuta da sole 5 società fiduciarie, le prime 4 delle quali appartenenti a gruppi bancari.