

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet" - Luiss Guido Carli

MARIO BESSONE

professore ordinario dell'Università di Roma .

STRUMENTI FINANZIARI , SERVIZI DI INVESTIMENTO, CONTRATTI CON IL RISPARMIATORE. L'ORDINAMENTO DELLE ATTIVITA' E LE REGOLE DELLA PUBBLICA VIGILANZA (\*).

1. Gli strumenti finanziari e i soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento. Il requisito di professionalità, l'operare <nei confronti del pubblico > . .

1.1 Gli < operatori polifunzionali >. La banca , l'impresa di investimento . Il loro statuto normativo e la autorizzazione alle attività.

La nozione di strumento finanziario opera con tutta la estensione di campo stabilita dal secondo comma dell'art. 1 del *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* approvato con il decreto legislativo 58 del 24 febbraio 1998( da qui in avanti il *Tuf*). La norma avverte infatti che < per strumenti finanziari si intendono > non soltanto (i) le <azioni > e più in generale i < titoli rappresentativi > di un < capitale di rischio > ma anche altri e numerosi *titoli* di importante rilievo .E la qualificazione normativa molto conta perché ad essa consegue tutta una serie di particolarità di regime.Va perciò tenuto ben presente che per la disciplina del *Tuf* e per le sue prescrizioni sono poi *strumenti finanziari* (ii) le quote di fondi comuni di investimento, (iii) le <obbligazioni > e i < titoli di Stato > così come gli <altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali > e quelli < normalmente negoziati sul mercato monetario > ,essendo allo stesso modo < strumento finanziario > (iiii) ogni e qualsiasi <titolo > suscettibile di negoziazioni di mercato che < permetta di acquisire > strumenti finanziari < e i relativi indici > .

La nozione di strumento finanziario si segnala quindi per la grande varietà dei suoi possibili oggetti Ma è nozione che tuttavia ha pur sempre caratteri distintivi di immediata percezione.Dalla enumerazione della norma del *Tuf* emerge infatti con chiarezza che diversi per il loro contenuto *tutti* i valori che ne sono indicati condividono un medesimo requisito di *negoziabilità*, intesa come tale la loro attitudine ad essere materia di transazioni sul mercato finanziario ( si tratti del < mercato dei capitali > o del mercato monetario e si tratti oppur no di un mercato qualificato da particolari regolamentazioni) .Va poi considerato che mentre la nozione di < valore mobiliare >( come risultava dalle norme della legge 216 del marzo 1974 ) era di genere per così dire *aperto* ( essendo indeterminato l'ambito delle <attività > finanziarie da assoggettare allo speciale regime dall'art. 18 della legge ), la normativa del *Tuf* configura invece un sistema per così dire tendenzialmente *chiuso* essendo espressamente indicato quali categorie di valori costituiscono <strumento finanziario >

A veder bene il sistema tuttavia è soltanto tendenzialmente *chiuso*. Con regolamento <adottato >una volta <sentite la Banca d'Italia e la Consob > , il Ministro del Tesoro < può > infatti < individuare > nuove categorie di strumenti finanziari ,quando ciò si renda necessario < al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati > e <delle norme (...)stabilite dalle autorità comunitarie > .Nuove categorie di strumenti finanziari possono poi essere configurate da interventi legislativi di integrazione del sistema.. E in questo senso sono del maggior rilievo le norme della legge 130 del 30 aprile 1999 dove si disciplina la *cartolarizzazione* (o

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet" - Luiss Guido Carli

come spesso si dice la *securitization* ) di <crediti pecuniari > che costituiscano massa ceduta < in blocco > ad una impresa di intermediazione mobiliare per la configurazione e successiva allocazione sul mercato di < strumenti finanziari > . Si tratti di azioni e degli altri titoli rappresentativi del capitale di rischio di una società azionaria o invece di valori di un diverso genere, gli strumenti finanziari costituiscono oggetto delle attività che il quinto comma dell'art. 1 del *Tuf* denomina *servizi di investimento* .

Come si sa sono tali (i) le attività di *collocamento* di strumenti finanziari indicate dalla lettera c ) della norma ,(ii) le attività di loro *negoziazione* su mercati regolamentati o altrove ,(iii) le attività di *gestione* <su base individuale > di un portafoglio mobiliare così come (iiii) la ricezione e trasmissione di *ordini* e infine le *mediazioni* che lo riguardano. Si configura perciò un complesso universo di < servizi > di investimento fortemente diversificati .E i <oggetti abilitati > alla prestazione di <servizi di investimento> saranno volta a volta imprese bancarie, < società di intermediazione mobiliare > ma ( nella ampia misura che sarà necessario indicare ) anche imprese assicurative o altro tra gli operatori della *financial industry* dalla normativa di settore variamente < autorizzati > a svolgere attività di intermediazione mobiliare.

In ogni caso si tratterà di imprese commerciali che svolgono < attività intermediaria > (nel preciso senso dell'art. 2195 del codice civile ) e di attività di impresa necessariamente praticate in forme societarie. E si tratterà di società di capitali a statuto speciale applicandosi normative particolari che tuttavia hanno poi pur sempre al loro vertice sia disposizioni del *Tuf* sia disposizioni del *Tub* ( come si ricorderà è il decreto legislativo 385 del 1 settembre 1993, *Testo unico delle leggi in materia bancaria* ) . Ne risulta un ordinamento di settore con caratteri di grande complessità che perciò in queste pagine sarà possibile documentare soltanto guardando alle grandi linee del sistema. E si leggano con la dovuta attenzione le disposizioni dell'art.18 del *Tuf*.

Al primo comma della norma si stabilisce infatti che l' <esercizio professionale > dei servizi di investimento < nei confronti del pubblico > in linea di principio è attività < riservata > alle *imprese di investimento* e alle *banche* , non escluse quante sono imprese <comunitarie > o <extracomunitarie > .Ma questa è con ogni evidenza una riserva di attività che non ha carattere di assolutezza. Già il secondo e terzo comma dell'art. 18 indicano infatti quali servizi <nei confronti del pubblico > possono svolgere *società di gestione del risparmio* e a certe condizioni anche gli *intermediari finanziari* iscritti nell'elenco <previsto dall'art. 107 del Testo unico bancario > . E la disposizione dell'art. 199 ammette alla prestazione di servizi anche le *società fiduciarie* A sua volta l'art. 201 del *Tuf* enumera le prestazioni di servizio che possono essere ancora offerte dagli *agenti di cambio*. Servizi finanziari offrono adesso anche le *società di cartolarizzazione* prefigurate dalle normative della legge 130 dell'aprile 1999 così come le *Poste italiane spa* secondo il regime dell'art. 12 del decreto 144 del marzo 2001 .

E una volta di più la lettera a) del quinto comma dell'art. 18 configura poi un sistema per così dire a porta aperta. Anche <nuovi > servizi di investimento infatti possono sempre essere <individuati> da un regolamento ministeriale del Tesoro , che a ciò provveda indicando < quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale > si devono considerare abilitati alle conseguenti ( e <nuove >) attività di intermediazione mobiliare. Ma il le norme del *Tuf* congegnano un sistema che comunque ha sue inderogabili disposizioni di vertice .E per fare chiarezza sulle grandi linee della disciplina sarà intanto bene precisare che cosa sono la professionalità nella prestazione di servizi finanziari e l'operare nei confronti del <pubblico > indicati dall'art. 18 del *Tuf* come elementi distintivi e principi regolatori della materia .Sia pure in assenza di una norma primaria di sua definizione la *professionalità* è requisito che certamente sussiste quando ( e *soltanto* quando) la prestazione di servizi non è occasionale o accessoria ad altre attività .

Occorrono perciò caratteri di continuità e di sistematicità dell'agire di impresa già presenti nella nozione di imprenditore dell'art. 2082 del codice civile. E disposizioni di normative di fonte secondaria che non sarà qui il caso di ricordare avvertono che ulteriore requisito di professionalità è la predisposizione di adeguati assetti organizzativi dell'attività da svolgere. Quanto poi all'operare nei confronti del *pubblico* ancora normative di fonte secondaria, e una logica di sistema che rinvia alla disciplina stabilita dal *Tub* per la materia bancaria consentono di precisare che costituisce <pubblico > anche un numero limitato di destinatari dell'offerta di servizi di investimento sempre che si tratti di offerta rivolta al < mercato > ( e perciò a soggetti diversi da quanti sono parte dei rapporti che possono intercorrere tra impresa di intermediazione finanziaria e altre imprese di un medesimo gruppo societario ) .

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del **Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet"** - **Luiss Guido Carli**

Con riguardo a ciò che costituisce <esercizio professionale> di servizi < nei confronti del pubblico > riservato <alle imprese di investimento> e < alle banche > valgono le discipline di *autorizzazione* alle attività che si trovano precisate nelle norme degli artt. 18 e 19 del *Tuf*. L'operare delle banche nell'ordinario svolgimento delle loro attività di raccolta del risparmio per l'erogazione del credito trova nelle prescrizioni del *Tub* rigorosa disciplina di vigilanza sia regolamentare che informativa ( e quando occorra <ispettiva > ). A veder bene già questa è disciplina capace di assicurare un regime di ampia garanzia per tutto quanto possa riguardare stabilità finanziaria, <sana e prudente gestione > dell'impresa bancaria e ogni ulteriore necessità di *investor protection*. Molto comprensibilmente per parte sua il legislatore del *Tuf* si è quindi limitato alla disposizione di rinvio del quarto comma dell'art. 19 senza altro prescrivere.

Ad autorizzare <l'esercizio dei servizi di investimento da parte di banche > sarà perciò la Banca d'Italia secondo una *ratio legis* di stretta correlazione tra requisiti occorrenti per svolgere attività bancaria in senso tecnico e requisiti di affidabile ingresso dell'ente creditizio nel settore delle attività di intermediazione finanziaria non bancaria. E l'impresa bancaria <autorizzata > da Banca d'Italia alla prestazione di servizi di investimento è intermediario di mercato mobiliare *polifunzionale* nel senso più ampio del termine. Se le norme della legge 1 del gennaio 1991 escludevano l'impresa bancaria dalle attività di < negoziazione > in < mercati regolamentati > (e perciò dall'operare in via diretta mediante transazioni azionarie sul mercato di borsa o sul <mercato ristretto > ), provvedendo al recepimento della direttiva comunitaria 22 del 1993 già il decreto legislativo 415 del 1996 doveva infatti rimuovere quelle previsioni di limite. E le norme del *Tuf* confermano la posizione di impresa *polifunzionale* che all'impresa bancaria compete a tutto campo.

Si ricordi infine la disposizione del terzo comma dell'art. 10 del *Tub* dove si stabilisce che <oltre all'attività bancaria > in senso proprio le banche possono essere ammesse ad esercitare ogni altra <attività finanziaria (...) nonché> attività *connesse e strumentali*. Quanto poi al procedimento di autorizzazione espressamente inteso ad accertare la < sussistenza > dei requisiti <stabiliti dalla disposizioni legislative e regolamentari> vale la già segnalata disposizione di rinvio del quarto comma dell'art. 19 del *Tuf*. Come si era avvertito in materia valgono i requisiti all'impresa bancaria richiesti già per l'autorizzazione allo svolgimento della attività creditizia. E sarà ancora la Banca d'Italia a svolgere le valutazioni necessarie al fine di verificare che per assetti organizzativi e < sistema dei controlli interni > l'impresa bancaria sia in condizione di assicurare uno svolgimento dei servizi di intermediazione mobiliare <nel rispetto dei criteri di sana e prudente gestione > e <della normativa che ne disciplina l'esercizio >. Operano disposizioni delle *Istruzioni di vigilanza* deliberate dalla Banca d'Italia ad aprile del 1999 che non sarà il caso di riferire (ma sarebbe molto utile leggere con la dovuta attenzione).

Anche le *imprese di investimento* (da qui in avanti e in via breve le *Sim*) sono operatori di genere *polifunzionale* che secondo le normative del *Tuf* possono essere ammessi alla prestazione di tutti i possibili servizi di mercato mobiliare. Per il loro comparto valgono le altre disposizioni dell'art. 19 del *Tuf*. Ad autorizzare le *Sim* all' <esercizio dei servizi di investimento > provvede la Consob <sentita la Banca d'Italia > occorrendo l'intera serie dei requisiti espressamente indicati. Ma quando <ricorrono (..) le condizioni > previste dalla norma del *Tuf* il provvedimento autorizzativo della Consob è atto che sembra giuridicamente *dovuto*. Si consideri tuttavia che per regola del secondo comma dell'art. 19 l'autorizzazione all'esercizio dei servizi di investimento sarà < negata > se non risulta garantita <la sana e prudente gestione> delle attività di impresa. In così rilevante materia sarà comunque bene fare chiarezza. Una cosa è infatti lo spazio aperto a valutazioni di tal genere e altra cosa sono ulteriori valutazioni nel <merito > delle iniziative di impresa (o di *policy* finanziaria) che alla Consob davvero non competono.

Quali *condizioni* costituiscono presupposto necessario della autorizzazione all'esercizio dell'attività stabiliscono le diverse lettere del primo comma dell'art. 19. Occorre che la < società di investimento mobiliare >, la *Sim* sia *società per azioni* con < sede legale > e < direzione generale > nel < territorio della Repubblica >. Il < capitale versato > deve essere di < ammontare > non < inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia >. Come si preciserà sono previsti requisiti di professionalità (e di onorabilità) di quanti svolgono < funzioni di amministrazione, direzione e controllo > così come requisiti di onorabilità dei soci. Rileva la struttura del gruppo di eventuale appartenenza dell'impresa. E particolare attenzione merita la prescrizione della lettera e) della disposizione in esame. <Unitamente all'atto costitutivo e allo statuto> va

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet" - Luiss Guido Carli

presentato < un programma concernente l'attività iniziale > dell'impresa insieme con <una relazione sulla > sua <struttura organizzativa > .

Attenta lettura meritano poi anche le disposizioni degli artt. 13 a 17 che stabiliscono quanto riguarda *esponenti aziendali* e *oggetti partecipanti al capitale* delle imprese di intermediazione mobiliare. I requisiti di professionalità e di onorabilità sono indicati dalle circostanziate normative degli artt. 13 e 14. E per le *partecipazioni* al capitale sociale *qualificate* dalla loro rilevante consistenza vale la disciplina dell'art. 15 del *Tuf*. Ne risulta disposto che *chiunque* in via diretta o indirettamente intenda acquisire una <partecipazione qualificata > al capitale sociale dell'impresa deve comunicare la sua intenzione alla Banca d'Italia. Ma <entro novanta giorni > dalla indicata comunicazione Banca d'Italia può *vietare* l'acquisizione della partecipazione quando ritenga che < il potenziale acquirente > non < sia idoneo > ad assicurare una < gestione sana e prudente > della società o a < consentire l'effettivo esercizio della vigilanza >. Che cosa deve ritenersi < partecipazione qualificata > stabilisce Banca d'Italia con suo regolamento secondo la previsione del quinto comma dell'art. 15. Quale sia il regime delle partecipazioni azionarie che fossero indebitamente acquisite si legge all'art. 16 del *Tuf* ( e ancora in tema di partecipazioni azionarie si legga ciò che l'art. 17 dispone in punto di informazione dovuta alle autorità della pubblica vigilanza ).

Considerata tutta la incidenza dei fenomeni di *gruppo* ad essi le normative del *Tuf* riservano la speciale disciplina degli artt. 11 e 12, dove si definiscono le nozioni di <gruppo> e di <controllo> societario indicandosi poi il regime delle possibili forme di vigilanza < sul gruppo >. Se è vero che la Consob deve essere < sentita > compete a prescrizioni regolamentari della Banca d'Italia sia (i) la determinazione delle fattispecie che configurano < gruppo > sia (ii) la individuazione dell' < insieme dei soggetti da sottoporre a vigilanza > secondo logica di gruppo. E ancora l'art. 11 del *Tuf* prevede ad esauriente elenco dei rapporti di controllo societario ( e di partecipazione societaria ) da considerare rilevanti. Quanto alle modalità della *vigilanza sul gruppo* la norma dell'art. 12 conferisce alla Banca d'Italia il potere di impartire disposizioni alla società < posta al vertice del gruppo > , che a sua volta dovrà impegnare le imprese < componenti del gruppo > alle operazioni necessarie in < esecuzione delle istruzioni impartite dalla Banca d'Italia > .

Opera una disciplina con notevoli caratteri di complessità. Quali < dati > e quali < informazioni > si devono rendere disponibili per finalità di vigilanza ( e con quali modalità di comunicazione ) stabiliscono il secondo e terzo comma dell'art. 12. E il quinto comma della norma regola le possibili fattispecie di ispezione < presso i soggetti individuati ai sensi dell'art. 11 >. In caso di appartenenza dell'impresa di intermediazione mobiliare ad un gruppo di società andrà comunque accertato che la < struttura del gruppo > non sia tale da < pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza > perché se così fosse non potrebbe darsi autorizzazione all'esercizio della attività.. In questo senso alla Consob competono quindi poteri e responsabilità di vigilanza particolarmente rilevanti. E si ricordi che per disposizione della lettera h) del primo comma dell'art. 19 anche in tal caso alla Consob dovranno essere comunque < fornite (...) le informazioni richieste ai sensi > del quinto comma dell'art. 15 del *Tuf*. Ma si ricordi anche che se sussistono i requisiti di legge e regolamentari il suo provvedimento di autorizzazione è una volta di più atto *dovuto*.

1.2. Le norme di disciplina delle attività transnazionali. La posizione di mercato di altri operatori dell'industria dei servizi finanziari.

Quando sia pure in via di prima approssimazione si indicano le grandi linee della normativa regolatrice delle attività di imprese bancarie e altre imprese di intermediazione mobiliare è infine d'obbligo segnalare la parte di tale normativa variamente intesa a regolare attività di impresa che si svolgano alla scala sovranazionale. E non sarà il caso di ripetere quanto già si diceva della crescente mondializzazione della generalità dei comparti di intermediazione e dei mercati di *financial products*., essendo chiaro che a tutto questo si deve pensare come ad un fenomeno (sicuramente irreversibile) ormai punto di forza e al tempo stesso problema cruciale dell'intero sistema dell'economia finanziaria. In queste pagine tuttavia è possibile soltanto una pura e semplice indicazione di argomento. Quanto alla attività transfrontaliera di società di gestione del risparmio ( e *Sicav* ) si rinvia ad una attenta lettura delle disposizioni del primo comma dell'art.

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del **Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet"** - **Luiss Guido Carli**

41 e dell'art. 50 del *Tuf*. Ma per imprese bancarie e imprese di investimento ( si tratti delle *Sim* o delle <imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie > della lettera h) del primo comma dell'art. 1 ) sia bure in via breve sarà necessario considerare almeno le disposizioni sulla *operatività transfrontaliera* stabilite o richiamate dagli artt. 26 a 29 .

Per l'operatività all'estero delle banche anche con riguardo alla prestazione di servizi di investimento valgono le norme del *Tub* espressamente richiamate dall'art. 29 del *Tuf*. Più precisamente valgono le norme del secondo capo del secondo titolo del *Tub* che distinguono tra (i) attività ammesse al mutuo riconoscimento <in uno Stato comunitario >, (ii) altre attività invece *non* ammesse al mutuo riconoscimento e (iii) servizi da prestare <in uno Stato extracomunitario >. E sarà bene leggere con la maggior attenzione le disposizioni degli artt. 15, 16 e 17 del *Tub* che variamente regolano <libera prestazione> di servizi , stabilimento di <succursali > , regime di pura e semplice <comunicazione > o invece di indispensabile <autorizzazione > che separatamente caratterizzano le diverse fattispecie.

Provvedendo alle dovute comunicazioni e operando < nel rispetto delle procedure fissate dalla Banca d'Italia > secondo la disposizione del primo comma dell'art. 16 del *Tub* , le banche *italiane* possono esercitare le attività *ammesse* al mutuo riconoscimento in altro < Stato comunitario > anche senza stabilirvi <succursali >. Anche per le attività di intermediazione *non* ammesse al mutuo riconoscimento ma esercitate nel territorio della repubblica da banche comunitarie, l'art. 17 del *Tub* stabilisce competenza regolamentare della Banca d'Italia ( ma in mancanza della indicata disciplina regolamentare per la norma transitoria del quinto comma dell'art. 161 del *Tub* trova applicazione l'art. 4 del decreto ministeriale del Tesoro del 28 dicembre 1992) . E quanto all'operare delle imprese bancarie italiane in uno Stato *extracomunitario* le norme del *Tub* consentono la prestazione di servizi (attivandosi oppure no <succursali > ) secondo un ordinamento di settore che tuttavia esige provvedimento di autorizzazione della Banca d'Italia . Anche l'operatività all'estero delle *Sim* ha poi la estensione di campo e il regime che risultano da una disciplina di materia necessariamente multifforme.

Occorre infatti disciplinare l' operatività *transfrontaliera* in ambito comunitario ancora una volta distinguendo tra (i) servizi ammessi al *mutuo riconoscimento* e (ii) servizi invece *non* ammessi al mutuo riconoscimento. Ancora una volta occorre infine disciplinare in modo particolare (iii) le attività transfrontaliere a svolgersi in territorio di Stati *extracomunitari*. La operatività in ambito comunitario secondo le regole conseguenti al principio del *mutuo riconoscimento* stabilito con la direttiva 22 del 1993 consente alla *Sim* di avviare la sua attività transfrontaliera senza dover acquisire uno speciale provvedimento della autorità di vigilanza del paese ospitante . Le imprese di intermediazione già autorizzate nel nostro paese alla prestazione di servizi di investimento in conformità all'ordinamento comunitario sono infatti senz'altro ammesse alla attività in ogni altro luogo dell'Unione Europea essendo richiesta soltanto una notifica all'autorità del paese di origine , e la sua conseguente *comunicazione* alla Banca d'Italia , e alla Consob.

Una volta ricevuta *notifica* dell'intenzione dell'intermediario di prestare il servizio in altro paese dell'Unione, per parte sua la Banca d'Italia provvederà alla dovuta comunicazione all'autorità di vigilanza del paese ospitante. Ma se si tratta di attività ammesse al mutuo riconoscimento ( valendo il regime così disposto con il primo comma dell'art. 26 del *Tuf* ) le *Sim* . possono operare in altro Stato comunitario senza necessità di ulteriori provvedimenti autorizzativi del paese ospitante, perché secondo regola di *passaporto europeo* sarà sufficiente il <nulla osta > della Banca d'Italia che consente lo svolgimento della attività ( né occorrerà organizzare <succursali > all'estero ). Diverso invece il regime delle attività *non* ammesse al mutuo riconoscimento o ancora di quelle da avviare in Stati *extracomunitari* occorrendo allora il provvedimento di *autorizzazione* richiesto dalla medesima norma del *Tuf* . Norma del secondo comma dell'art. 26 che a Banca d'Italia ( una volta <sentita la Consob > ) domandava di provvedere con suo regolamento a stabilire disposizioni di attuazione delle prescrizioni comunitarie <concernenti> le <condizioni necessarie> e le <procedure > da osservare per svolgere attività transfrontaliere.

Da ciò il provvedimento di attuazione della normativa del *Tuf* assunto dalla Banca d'Italia ad agosto del 2000 che ha assegnato puntuale regime all'intera materia. Con riguardo ai servizi ammessi al mutuo riconoscimento le disposizioni dell'agosto 2000 precisano appunto quali sono le <condizioni > necessarie e le <procedure> da osservare <perché le *Sim* possano > prestare negli altri Stati comunitari i loro servizi di investimento , sia mediante lo stabilimento di succursali sia invece secondo regola di libera prestazione di

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet" - Luiss Guido Carli

servizi. <Condizioni > e < procedure > contestualmente stabilite anche quanto ai servizi *non* ammessi al mutuo riconoscimento o da prestare in Stati *extracomunitari* al riguardo tuttavia occorrendo la già indicata deliberazione di *autorizzazione* della Banca d'Italia . Occorrerà comunque accertare che nel paese di insediamento operi una disciplina di sufficienti garanzie E per disposizione del terzo comma dell'art. 26 del *Tuf* il rilascio dell'*autorizzazione* alla attività presuppone <apposite intese di collaborazione > tra Banca d'Italia ,Consob e autorità di vigilanza del paese ospitante ( e ancora un <parere > della Consob).

Caratteri di evidente rilievo presenta infine la normativa di disciplina delle attività di prestazione di servizi di investimento che imprese bancarie e altre imprese *estere* di intermediazione mobiliare possano svolgere nel nostro paese . Quanto alle *imprese bancarie* che sono banche *comunitarie* per i servizi ammessi al mutuo riconoscimento si applica il regime di pure e semplici <comunicazioni> e <informazioni > degli artt. 15 e 16 del *Tub* . E a sua volta l'art. 17 dispone che compete a Banca d'Italia disciplinare <in conformità delle deliberazioni del Cibr > l'esercizio di attività *non* ammesse al mutuo riconoscimento <comunque effettuato da banche comunitarie nel territorio della Repubblica > .Con riferimento alle banche *extracomunitarie* vale il regime delle autorizzazioni che si stabilisce alle già segnalate disposizioni degli artt. 14,15 e 16 del *Tub* dovendosi considerare in modo particolare le prescrizioni del quarto e quinto comma dell'art. 16 <per quanto riguarda > appunto < le attività di intermediazione mobiliare >.

E anche l' <accesso ai servizi > delle *imprese di investimento estere* è regolato secondo la logica di sistema che si sarà ormai ampiamente compresa.Per i servizi ammessi al mutuo riconoscimento le imprese *comunitarie* possono liberamente svolgere le relative attività comunque enumerate da un *allegato* al *Tuf* . Si opererà con libera prestazione di servizi o mediante una <succursale > uniformandosi alla disciplina dell'art. 27.L'esercizio delle attività invece *non* ammesse al mutuo riconoscimento è disciplinato dalle disposizioni regolamento che compete a Consob stabilire <sentita la Banca d'Italia > . Al regime delle imprese *extracomunitarie* provvede la norma dell'art. 28 del *Tuf*. Per esse occorre una autorizzazione che la Consob rilascia <sentita la Banca d'Italia > sempre che ricorrano i requisiti e tutte le condizioni del primo comma dell'art. 28 .E ancora Consob può indicare i servizi che *non* si possono prestare <nel territorio della Repubblica > senza il necessario stabilimento nel nostro paese di <succursali > dell'impresa extracomunitaria.

Se soltanto imprese bancarie e imprese di investimento sono abilitate alla prestazione di servizi di investimento con tutta la estensione di campo degli intermediari pienamente polifunzionali, si era più volte osservato che anche altre imprese della *financial industry* svolgono attività di intermediazione mobiliare assai rilevanti sia per le masse finanziarie che ne sono movimentate sia per le particolarità del loro modo di operare. Con speciale attenzione si dovranno più avanti considerare le attività di gestione < individuale > di portafoglio praticate dalle *Sgr* (le società di gestione del risparmio dell'art. 33 del *Tuf*) così come le attività che sono invece gestione <collettiva > di risparmio espressamente riservata a *Sgr* ( o a *Sicav* ). Ma molto altro ancora è davvero necessario ricordare.A suo tempo si era documentato tutto il rilievo del comparto dei <prodotti finanziari > offerti al mercato da imprese assicurative (adesso anche nella forma del contratto di assicurazione <sulla vita > che configura i <piani pensionisti individuali > dell'art.9 *ter* del decreto legislativo 124 del 1993). E un più preciso richiamo di attenzione certamente meritano alcune categorie di imprese intermedie già segnalate per le loro operazioni in strumenti finanziari.

Si pensi alle attività svolte dalle imprese degli *intermediari finanziari* che sono < soggetti operanti nel settore finanziario > secondo il regime degli artt. 106 e 107 del *Tub* . Si tratta di società commerciali del più vario genere che di volta in volta assumono (e gestiscono) partecipazioni azionarie, svolgono < sotto qualsiasi forma > attività di finanziamento, negoziano valute o ancora provvedono ad operazioni di pagamento .E se è vero che tutto ciò di per sé non configura attività bancaria o servizio di investimento , la normativa del *Tub* avverte che una volta iscritti nell'elenco speciale dell'art. 107 questi particolari intermediari finanziari sono ammessi ( i ) al collocamento di strumenti finanziari, così come ( ii )alla negoziazione <in conto proprio > di valori che costituiscano strumenti finanziari <derivati > . Opera una particolare disciplina di settore che per il caso delle attività svolte <nei confronti del pubblico > stabilisce requisiti di capitale e di oggetto sociale <esclusivo>, soggettivi requisiti di professionalità e onorabilità delle persone,garanzie di trasparenza e le dovute funzioni di vigilanza della Banca d'Italia.

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del **Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet" - Luiss Guido Carli**

Per fare chiarezza sullo scenario dei soggetti che possono prestare servizi di investimento si deve poi considerare la posizione delle *società fiduciarie*. In via transitoria, e per disposizione dell'art.199 del *Tuf* <fino alla riforma > della loro disciplina se iscritte ad una speciale sezione dell'Albo delle *Sim.*, le società fiduciarie possono infatti provvedere alla gestione di portafogli di investimento intestando a sé gli strumenti finanziari che si amministrano nell'interesse della clientela. E <iscritti> nel <ruolo ad esaurimento > del Ministero del Tesoro, per disposizione dell'art. 201 del *Tuf* gli *agenti di cambio* possono (i) ricevere e trasmettere ordini, (ii) negoziare strumenti finanziari per conto di terzi, (iii) svolgere talune attività di loro collocamento e (iiii) provvedere a gestioni individuali di portafoglio. Si legga poi l'art. 12 del del decreto 144 del marzo 2001 per la indicazione dei servizi di investimento che possono adesso essere prestati dalle *Poste italiane s.p.a.* Speciale attenzione si deve infine al fenomeno e al già segnalato regime della <cartolarizzazione dei crediti > disciplinata dalla legge 130 del 30 aprile 1999.

2. Le decisioni di portafoglio e il contratto di investimento. Le libertà negoziali, le norme con carattere di imperatività

2.1. I principi generali di tutela dell'investitore. Il contesto delle disposizioni del *Tuf*, le disposizioni regolamentari della Consob.

I servizi di investimento sono prestazione professionale che si riceve mediante la conclusione di contratti assoggettati ad una speciale disciplina nella misura resa necessaria da motivate esigenze di tutela degli investitori <risparmiatore>. In linea di principio valgono le disposizioni che per i contratti <relativi alla prestazione dei servizi di investimento > si sono stabilite con l'art. 23 del *Tuf*. E si tratta di disposizioni di integrazione ( o talvolta di sostituzione ) delle normative di regolazione dei contratti quali risultano dalle prescrizioni del codice civile. Ma naturalmente a tutela degli investitori <risparmiatore > operano anche le normative di disciplina generale del contratto pensate secondo una più generale *ratio legis* di protezione dei contraenti in posizione negoziale inevitabilmente <debole>. Anche a tutela dell'investitore in questo senso particolarmente rilevano le normative ( dagli artt. 1469 *bis* a 1469 *sexies* del codice civile) poste a generale protezione di chi conclude contratti con un <professionista > non essendo a sua volta operatore professionale (ma si è già segnalato l'intero ordine di problemi a tutt'oggi aperto in materia di contratti di investimento conclusi per via telematica).

Al suo primo comma l'art. 23 del *Tuf* stabilisce regole di forma del contratto di investimento da osservare a pena di nullità. I contratti <relativi alla prestazione di servizi di investimento > ( ma anche i contratti di prestazione di servizi <accessori > ) devono essere redatti per iscritto. E <un esemplare > deve essere consegnato al cliente. Si deroga al principio se <sentita la Banca d'Italia > e per <particolari tipi di contratti > la Consob consente di impiegare forma diversa in considerazione di <motivate ragioni tecniche >. O ancora è consentita deroga in relazione <alla natura professionale dei contraenti > essendosi ritenuto che per gli investitori *professionals* possa non rendersi necessaria la misura di protezione costituita dal requisito di forma del contratto. Ma in ogni altro caso la scrittura è d'obbligo e in sua mancanza il contratto è nullo. Si configura una fattispecie di nullità *relativa* che <può essere fatta valere > *soltanto* dal cliente.

Allo stesso modo è nulla qualsiasi clausola di rinvio agli <usi > per la determinazione dei compensi dovuti dal cliente all'impresa prestatrice dei servizi o <di ogni altro onere a suo carico>(ma la nullità della clausola di per sé non vizia il contratto che continua pur sempre ad essere contratto valido). Guardando sia alla prestazione di servizi di investimento sia alle attività di consulenza indicate come servizio <accessorio > dalla lettera f) del sesto comma dell'art. 1 del *Tuf*, il quarto comma dell'art. 23 stabilisce poi che ad esse non si applicano le disposizioni ( di <trasparenza > bancaria ) del capo primo del titolo sesto del *Tuf*. E il quinto comma della norma del *Tuf* provvede a fare chiarezza quanto al regime dei contratti di investimento che hanno per oggetto strumenti finanziari *derivati*. Come si sa le modalità di esecuzione di contratti di tal genere possono configurare la fattispecie della corresponsione di <differenziali in contanti > senza alcun

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet" - Luiss Guido Carli

trasferimento di <titoli>, essendo allora davvero opportuna una disposizione espressamente intesa ad avvertire che tuttavia non si tratta di qualcosa che sia in senso tecnico <gioco> o <scommessa>. E con puntuale disposizione la norma del *Tuf* conferma che nel caso dei contratti in *derivati* ( non si applica l'art. 1933 del codice civile e perciò ) esiste pur sempre <azione> per il pagamento dovuto .

Una attenzione particolare naturalmente merita la norma di disciplina delle responsabilità conseguenti alla prestazione dei servizi di investimento. In passato sia l'ambito delle responsabilità di impresa che le questioni di onere probatorio avevano costituito materia di forti divergenze di opinioni comunque mancando la necessaria certezza di regime . Ma il sesto comma dell'art. 23 del *Tuf* è norma di preciso significato disponendo che <nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente > grava sull'operatore professionale l' *onere della prova* di aver agito con la *specifica* diligenza richiesta . Vale il criterio di determinazione dei doveri di comportamento che per *ratio legis* del secondo comma dell'art. 1176 del codice civile qualifica il regime dell'adempimento delle obbligazioni di chi svolge attività professionale. E il risarcimento dei danni seguirà appunto quando sia provato il nesso di causalità tra negligenze professionali e pregiudizio risentito dall'investitore.

Operando nel regime stabilito dalle norme del *Tuf* che si sono segnalate ( e delle altre che con queste fanno sistema) il contratto di investimento è poi comunque fattispecie di negozio aperta ai contenuti che di volta in volta l'autonomia dei privati ritenga di preferire. E si ormai più volte ricordato in che misura si devono considerare in radice escluse interferenze nello spazio aperto alle loro libere determinazioni. Va tuttavia considerata la disposizione della lettera *b* ) del secondo comma dell'art. 6 del *Tuf* dove si legge che <sentita la Banca d'Italia > ( e dovendo <tener conto > delle <esigenze > di <tutela degli investitori > ) con sue disposizioni regolamentari la Consob < disciplina (...) il comportamento > delle imprese prestatrici di servizi . E la Consob ha interpretato la disposizione del *Tuf* come norma di sua legittimazione a stabilire regole di circostanziata integrazione del contenuto dei contratti di investimento. Da ciò il ruolo di *law maker* dalla Consob assunto con le prescrizioni del regolamento 11522 deliberato a luglio del 1998( poi marginalmente modificato con la deliberazione 13082 dell'aprile 2001).

Prescrizioni che a tutela dell'investitore molto aggiungono a quanto era previsto dalle norme di fonte primaria. Una volta precisato che le sue disposizioni *non* valgono per la prestazione dei servizi di <collocamento> e per i servizi accessori diversi dalla concessione di finanziamenti , l'art. 30 del regolamento deliberato dalla Consob ricorda infatti ( e dispone ) che il contratto con l'investitore deve ( i ) specificare quali servizi si offrono e quali ne sono le <caratteristiche > , ( ii ) stabilire periodo di validità del contratto così come modalità di suo rinnovo o modificazione e ( iii ) indicare in qual modo l'investitore può <impartire > ordini e istruzioni quanto alle attività da svolgere nel suo interesse. E ancora la norma regolamentare dispone che in contratto saranno obbligatoriamente comprese indicazioni quanto a ( i ) frequenza , <tipo > e <contenuti > della documentazione dovuta a rendiconto delle attività svolte , ( ii ) indicazioni e regole a valere per i <rapporti di negoziazione , ricezione e trasmissione di ordini > con riguardo a <costituzione e ricostituzione di provvista o garanzia delle operazioni > e infine ( iii ) puntuali indicazioni relativamente alle <altre condizioni contrattuali> che si fossero convenute con l'investitore per la prestazione del servizio > .

Anche se notevolmente diverse per l'oggetto a veder bene le prescrizioni regolamentari della Consob si caratterizzano per l'essere tutte disposizioni di incremento dell'informazione dovuta all'investitore così come dei contenuti del contratto. Sono perciò prescrizioni intese a rendere notevolmente più forti le garanzie attivate con finalità di tutela di quanti entrano in rapporto con imprese di intermediazione mobiliare senza essere operatori esperti o *professionals* del mercato finanziario. In questo senso è particolarmente rilevante la serie delle disposizioni in via regolamentare stabilite ad integrazione della disciplina normativa dei contratti di gestione < su base individuale > di portafoglio di investimento . E anche per essi la Consob ha attivato i suoi poteri di integrazione regolamentare della disciplina del contratto in via primaria stabilita dalle disposizioni del *Tuf* . Disposizioni che pure al servizio e ai contratti di *gestione di portafogli di investimento* già applicano una speciale disciplina in ragione delle maggiori necessità di tutela degli investitori ..

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet" - Luiss Guido Carli

2.2. Il contratto di gestione patrimoniale. Le speciali garanzie di *investor protection*. La gestione per delega, la attività del gestore svolta < in nome proprio >.

La speciale disciplina del contratto di gestione di un portafoglio finanziario ha motivazioni che sono di immediata evidenza. I poteri che con il contratto si conferiscono all'impresa di intermediazione e le prestazioni di servizio che se ne ricevono presentano infatti caratteri assolutamente particolari. Per la natura stessa del rapporto di gestione l'investitore consegna infatti all'intermediario denaro (o denaro e valori) domandando una allocazione di risorse e una loro successiva movimentazione che saranno di caso in caso diverse ma nella generalità dei casi comunque caratterizzate da una ampia discrezionalità dell'agire dell'impresa <gestore>. Cosa che rende necessaria una più rigorosa normativa di garanzia. E se è vero che sono poi ampiamente integrate da disposizioni regolamentari della Consob (e disposizioni di sicuro rilievo) le normative al vertice del sistema si devono all'art. 24 del *Tuf* che ancora una volta *speciale* disciplina stabilisce già in punto di forma del contratto.

Quale che sia l'identità dell'investitore e quale che sia il genere di gestione il contratto dovrà *sempre* avere forma scritta. E se non vi è < specifica istruzione > per iscritto l'impresa <gestore> non può <per conto del cliente> contrarre obbligazioni che lo impegnano <oltre il patrimonio gestito>. Non è escluso che l'impresa riceva dal cliente <istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere>. E l'esercizio dei diritti di voto relativi agli strumenti finanziari in gestione è regolato nel senso che <poteri di rappresentanza> dell'impresa <gestore> possono darsi soltanto se l'investitore rilascia <procura> per iscritto e per ogni singola assemblea societaria, dovendosi osservare le ulteriori disposizioni del regolamento ministeriale previsto alla lettera e) del primo comma dell'art. 24 (è un regolamento ministeriale del tesoro dell'11 novembre <1998>).

Le particolarità delle fattispecie di gestione di portafoglio motivano poi le ulteriori prescrizioni della norma del *Tuf*. Molto opportunamente si è aperto spazio ad una possibile delega di competenze gestorie ad altra impresa di intermediazione. Ma l'intermediario principale può delegare ad altri la gestione del portafoglio finanziario del cliente soltanto se da questi ne riceve autorizzazione (una volta di più autorizzazione *scritta*). E la lettera d) del primo comma dell'art. 24 comunque assicura all'investitore facoltà di recesso dal contratto <in qualsiasi momento>. Da tutto questo un regime di gestione patrimoniale imperativamente stabilito essendo < nulli > tutti i <patti contrari alle disposizioni> dell'art. 24 che in ogni sua parte è norma di forti garanzie di tutela dell'investitore. E il secondo comma della norma precisa che la nullità dei patti contrari <può essere fatta valere solo dal cliente>.

Rilevano infine (e molto) le disposizioni stabilite dalla Consob con il regolamento 11522 del luglio 1998 (poi marginalmente variato ad aprile del 2001). A integrazione di quanto è stabilito per la generalità dei contratti di prestazione di servizi di investimento, l'art. 37 del regolamento per il contratto di gestione di portafoglio prescrive infatti (i) obbligatoria indicazione delle <caratteristiche> del servizio. E questo significa che il contratto dovrà espressamente stabilire quali <categorie> di strumenti finanziari (e entro quali limiti di soglia) possono essere parte dell'*asset allocation* entrando così a far parte del portafoglio in gestione. Allo stesso modo dovrà essere precisato (ii) qual genere di operazioni sono consentite con riguardo agli strumenti finanziari di volta in volta acquisiti, essendo disposta (iii) una espressa indicazione di quante *non* si possono praticare senza una *preventiva* autorizzazione del cliente (e ulteriori precisazioni il contratto dovrà contenere con riguardo all'impiego di strumenti finanziari derivati). Dal contratto saranno comunque escluse penalità in caso di recesso. E saranno indicate eventuali autorizzazioni alla gestione per delega.

In modo particolare la Consob ha precisato a quali categorie di intermediari è consentito conferire *delega*. E quando non ne è oggetto l'intero portafoglio (cosa pure possibile) si dovrà indicare il genere di strumenti finanziari, i <settori> di investimento e i mercati che all'intermediario <delegato> è permesso di utilizzare (e entro quali limiti di *asset allocation*). Anche quando non sia previsto un vincolo di <preventivo assenso> del delegante, le clausole del contratto di delega comunque diranno che l'intermediario delegato si uniformerà (dovrà uniformarsi) alle direttive che periodicamente riceverà. Ancora la Consob ha poi avvertito che in ogni caso il conferimento di delega sarà a tempo determinato, dovendosi comunque assicurare all'intermediario delegante poteri di revoca e <con effetto immediato>. Resta comunque stabilito che il conferimento di delega *non* esonera (né limita) la responsabilità dell'intermediario delegante.

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione

a cura del Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet" - Luiss Guido Carli

per quanto possa conseguire alle operazioni finanziarie poste in essere dall'intermediario delegato, essendo invece discusso se nei suoi confronti sia consentita azione dell'investitore gestito (sul modello di ciò si stabilisce al quarto comma dell'art. 1717 del codice civile).

Con la medesima chiarezza sarà indicata la misura <massima > della *leva finanziaria* che l'impresa gestore fosse espressamente autorizzata ad impiegare. *Leva finanziaria* è un indicatore della esposizione a rischio del portafoglio in gestione che si deriva dal rapporto esistente tra (controvalore delle) posizioni in strumenti finanziari e (controvalore del) patrimonio in amministrazione. E sarà chiaro che se l'intermediario gestore si avventura in operazioni che impegnano la clientela per importi maggiori del (controvalore del) patrimonio perciò stesso ne incrementa pericolosamente le soglie di rischio finanziario. E tuttavia può trattarsi di operazioni con elevate *chances* di guadagno. Si rende quindi necessaria una disciplina che senza vietare operazioni di quel genere stabilisca comunque un loro regime prudenziale. E questo spiega sia le disposizioni regolamentari della Consob che segnano limiti a quel genere di operazioni sia le disposizioni che comunque obbligano l'intermediario ad informare la clientela della natura e della entità del rischio correlato a modalità di gestione particolarmente esposte al rischio di perdite patrimoniali.

E dovrà essere individuato un obiettivo <parametro di riferimento > o come si usa dire un *benchmark* che consenta di valutare andamenti e risultati delle attività di gestione. Che cosa sia *benchmark* la Consob ha precisato indicando come obiettivo <parametro di riferimento > indicatori finanziari che per essere di < comune utilizzo > e di provata affidabilità consentono all'investitore una razionale valutazione dell'attività dell'intermediario <gestore>. E all'intermediario si richiede di scegliere come *benchmark* indicatori finanziari che possano essere davvero rappresentativi in considerazione delle singole tipologie di valori mobiliari, delle modalità di gestione e dei fattori di rischio. A queste condizioni il *benchmark* è congegno che svolge sicuramente una utile funzione informativa. Ma naturalmente non più di questo. Le comprensibili aspettative di risultati di gestione all'altezza dei parametri di suo riferimento (e se possibile ancor migliori) non sono cosa che giuridicamente possa rilevare. L'intermediario <gestore > proverà a conseguire risultati di gestione capaci di corrispondere al *benchmark* o a fare anche meglio. Sarà tuttavia chiaro che andamenti di gestione inferiori al *benchmark* di per sé non configurano una sua responsabilità, le sue essendo per così dire obbligazioni < di mezzi > e certo non obbligazioni (né garanzie) < di risultato >.

Con speciale riguardo alla gestione di portafoglio sarà infine il caso di portare attenzione al secondo comma dell'art. 21 del *Tuf*. Ne risulta infatti stabilito che <nello svolgimento dei servizi> quando vi sia <previo consenso > rilasciato per iscritto <le imprese di investimento> così come <le banche > e <le società di gestione del risparmio > pur operando *per conto del cliente* possono tuttavia agire *in nome proprio*. E considerato che l'intestazione a sé dei valori di patrimonio della clientela è carattere distintivo delle gestioni di portafoglio praticate da società *fiduciarie* molto si è discusso in punto di definizione della logica di sistema espressa dalla norma del *Tuf*. A far chiarezza comunque provvedono le precise differenze tra le indicate fattispecie. Proprietà e intestazione a sé degli strumenti finanziari alle società fiduciarie sono consentite per l'intera durata del rapporto di gestione patrimoniale. Una volta concluse le loro prestazioni di servizio di negoziazione < imprese di investimento >, < banche > e < società di gestione del risparmio > che agiscano *in nome proprio* devono invece immediatamente trasferire al cliente la titolarità dei valori mediante la relativa intestazione in suo nome.

3. Le regole di svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare. Dalle norme del *Tuf* alle prescrizioni regolamentari della Consob.

3.1. L'agire secondo regole di trasparenza e correttezza professionale. Il criterio di sana e prudente gestione.

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del **Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet"** - **Luiss Guido Carli**

Alle necessarie garanzie di tutela degli investitori provvedono disposizioni che al loro vertice hanno le norme degli artt. 21 a 25 del *Tuf*. E ad esse una volta di più occorre guardare nella prospettiva indicata dalla *basic rule* del primo comma dell'art. 5, che come si ricorderà alle discipline di pubblica vigilanza assegna come scopo la *trasparenza* e la *correttezza* così come la *sana e prudente gestione* delle attività dei <oggetti abilitati>. E tutto questo <avendo riguardo> appunto alla <tutela degli investitori> ma anche <alla stabilità, alla competitività e al complessivo <buon funzionamento del sistema finanziario>. Per conseguire un risultato utile occorre apprestare un ordinamento di settore che se doveva muovere da puntuali discipline dei *contratti di investimento* al tempo stesso rendeva poi indispensabili precise regole dell'agire di impresa a loro volta necessariamente integrate da un rigoroso regime di *separazione del patrimonio* dei singoli investitori da qualsiasi altro.

Anche per questa parte di materia il legislatore degli anni Novanta ha scelto di impiegare il modello della normazione pluralista. Si sono stabilite regole di principio a valere per qualsiasi attività di prestazione di servizi finanziari, e insieme con queste disposizioni invece riferite alle particolarità di singole attività di intermediazione mobiliare. E in ogni caso operano norme primarie del *Tuf* che ancora una volta tuttavia rinviano ai poteri e alle responsabilità di normazione secondaria delle autorità di pubblica vigilanza. Ne risulta perciò configurato un regime multiforme e sempre aperto a possibili integrazioni, che sarà bene considerare muovendo dalla serie dei *criteri generali* di comportamento prescritti dall'art. 21 del *Tuf*, dove si stabilisce che cosa è *obbligo* per tutti i soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento (o a loro <accessori>).

Derivando regole dalla *basic rule* dell'art. 5 nuovamente la lettera *a*) del primo comma dell'art. 21 avverte che tutti i soggetti abilitati alla prestazione di servizi devono <comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza> sia <nell'interesse dei clienti> che <per l'integrità dei mercati>. E già la lettera *b*) della medesima norma accresce la serie dei doveri di *diligenza* dell'agire professionale precisando che <dai clienti> si devono <acquisire> tutte le informazioni necessarie per curare al meglio il loro portafoglio, così come si integrano le prescrizioni di *correttezza* e di *trasparenza* disponendo che sia sempre garantita una <adeguata informazione> degli investitori per ciò che riguarda la loro posizione finanziaria. Quanto poi alla *integrità* dei mercati sarà chiaro in che misura ad essa le imprese di intermediazione concorrono uniformandosi (ovendosi uniformare) nel modo indicato dalla Consob alle <regole di funzionamento dei mercati in cui> di volta in volta si trovano <ad operare>. E già in questo senso il regolamento 11522 deliberato dalla Consob a luglio del 1998 presenta caratteri di particolare rilievo.

Si sono operate le necessarie distinzioni. Una cosa è infatti la condizione dell'investitore *outsider*, l'investitore <risparmiatore> che non ha esperienza professionale di mercati finanziari (e ne ignora le sofisticazioni e le insidie). Altra cosa la presenza di mercato degli investitori *professionals* qualificati appunto da una professionalità che consente di avvalersi delle competenze utili per assumere decisioni razionali. Già il secondo comma dell'art. 6 del *Tuf* avvertiva che <sentita la Banca d'Italia> compete alla Consob attivare discipline regolamentari espressamente intese a distinguere tra diversi generi di investitore, e perciò a stabilire quali sono le reali <esigenze> di <tutela degli investitori> naturalmente ritenute <differenti> in considerazione della loro soggettiva identità e della loro posizione di mercato. E guardando appunto a <qualità> e ad <esperienza professionale> di talune categorie di soggetti (per così dire particolarmente <esperti>), con il suo regolamento dell'11522 del 1998 la Consob ha identificato come *operatori qualificati* una ampia serie di investitori di elevata professionalità.

Per essi è stabilito che *non* si applicano le prescrizioni regolamentari dalla Consob disposte invece a speciale protezione degli investitori <risparmiatore>. Quali operatori di mercato finanziario sono da considerare professionalmente *qualificati* si legge all'art. 31 del regolamento 31. E per fare soltanto un esempio si pensi alla <società> o <persona giuridica> che sia <in possesso di una specifica competenza ed esperienza> appunto <in materia di operazioni> relative a <strumenti finanziari>. A tutela dell'investitore *outsider* sprovvisto di qualità professionali operano invece numerose regole di salvaguardia. Hanno particolare rilievo già le disposizioni regolamentari che assegnano più circostanziati contenuti alle clausole generali di diligenza, correttezza e trasparenza. A veder bene la norma della lettera *a*) del primo comma dell'art. 21 di per sé semplicemente rinvia a regole e doveri che comunque derivano da espresse e generali prescrizioni del codice civile. E se la norma del *Tuf* ha una sua ragion d'essere è appunto perché con essa

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet" - Luiss Guido Carli

diligenza, correttezza e obbligo di *disclosure* diventano principi di riferimento per gli interventi di pubblica vigilanza della Consob e perciò spazio aperto a sue ulteriori e più stringenti normative di genere regolamentare.

Si pensi alla disposizione del regolamento 11522 che impegna ad <acquisire > dai clienti le informazioni necessarie per servire al meglio i loro interessi, essendo dovere professionale dell'intermediario richiedere <notizie > quanto alla loro esperienza di investitore <in strumenti finanziari > e alla loro situazione patrimoniale anche con riferimento a propensioni <al rischio > e ad <obiettivi > di portafoglio. Naturalmente sono poi della maggior importanza le questioni di < misura > e di < soglia > del rischio finanziario. E l'art. 28 del regolamento della Consob avverte che gli intermediari *non* possono <effettuare o consigliare operazioni (...)> se non dopo aver fornito all'investitore > informazioni <adeguate > quanto a <natura >, <implicazioni> e per l'appunto <rischio > dell'investimento. Dovranno in ogni caso (e obbligatoriamente) consegnare documenti di preciso contenuto informativo. Ma questo è soltanto un punto di particolare emersione dei doveri di comportamento imposti dalla Consob che talvolta ha spinto molto avanti i poteri di *law making*, talvolta privilegiando una formulazione delle sue prescrizioni con tutti i caratteri di intenzionale indeterminatezza delle regole *clausola generale*.

In questo senso sono molto indicative le disposizioni regolamentari dell'art. 26 che se impegnano ad operare nel modo che meglio consente di contenere i *costi* a carico dell'investitore al tempo stesso domandano all'intermediario di fare quanto occorre per <ottenere> da ogni servizio di investimento < il miglior risultato possibile >. Disposizioni che una volta di più per l'intermediario valgono da generale richiamo all'osservanza dell'intera serie dei doveri professionali nell'adempimento delle sue obbligazioni. Naturalmente si tratta di doveri che tuttavia continuano pur sempre ad essere obbligazioni di corretto ed efficiente agire di impresa e *non* garanzia di un guadagno. Continuano perciò ad essere come si usa dire in linguaggio da giuristi obbligazioni < di mezzi > e certamente *non* obbligazioni <di risultato>. Ma si configurano pur sempre obbligazioni di consistente rilievo se ad esempio si guarda alle regole di protezione degli investitori significativamente espresse con la lettera *e*) del primo comma dell'art. 21.

La norma impegna infatti ad uno <svolgimento > della prestazione di servizi caratterizzato da un agire di impresa che deve essere *indipendente* e tutto nel segno della *sana* e *prudente* gestione, al tempo stesso prescrivendosi < misure > di doverosa <salvaguardia dei diritti dei clienti sui beni affidati > all'operatore professionale. E già in questo senso molto importa la disposizione della lettera *d*) della medesima norma. Con essa si impegnano le imprese di servizi finanziari a destinare loro <risorse> e ad attivare < procedure >, perciò a configurare assetti organizzativi e aziendali davvero in linea con le dovute garanzie di *efficienza* nello svolgimento dei servizi. Risultato da conseguire anche mediante uffici ed apparati di *controllo interno* da congegnare secondo il modello e le regole che si indicano all'art. 57 del regolamento 11522 deliberato dalla Consob a luglio del 1998.

Si provvederà mediante la nomina di un *responsabile* della *funzione di controllo* chiamato a verificare in via continuativa la conformità dell'agire di impresa alle disposizioni di legge e alle normative di fonte secondaria. Sarà poi suo compito in via continuativa tener informati <consiglio di amministrazione > e < collegio sindacale > della società. Qualora riscontri irregolarità (e <gravi > irregolarità) il responsabile del controllo interno <ne riferisce > e <immediatamente > al collegio sindacale che in osservanza della disposizione del terzo comma dell'art. 8 del *Tuf* segnalera <senza indugio > a Consob e Banca d'Italia le irregolarità riscontrate. Ne conseguono evidenti incrementi delle garanzie di tutela degli investitori in linea generale indicate dal principio di sana e prudente gestione dei portafogli amministrati. E al tempo stesso *policies* fortemente orientate nella direzione dei valori di <buon funzionamento del sistema finanziario > e di <integrità dei mercati > che già l'art. 5 del *Tuf* ma poi ancora il primo comma dell'art. 21 come si ricorderà pongono al vertice dell'intero ordinamento di settore.

3.2. Principio e garanzie della separazione patrimoniale. La disciplina delle situazioni di conflitto di interessi. Le iniziative di *self regulation* del mondo professionale

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del **Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet"** - **Luiss Guido Carli**

Massimamente rileva infine la norma dell'art. 22 che stabilisce inderogabile principio di *separazione patrimoniale*. Si tratti della prestazione di servizi di investimento oppure invece di servizi <accessori>, gli strumenti finanziari e <somme di denaro> dell'investitore a qualunque titolo <detenute> dall'operatore professionale costituiscono patrimonio *a tutti gli effetti* separato e distinto dal patrimonio dell'intermediario <e da quello degli altri clienti> dell'impresa, con le conseguenti garanzie di tutela espressamente indicate già dal primo comma della norma. Su quanto è appartenenza del singolo investitore non sono infatti ammesse <azioni dei creditori dell'intermediario o nell'interesse degli stessi> (né azioni dei creditori del soggetto che fosse depositario dei valori). E le azioni dei creditori dei singoli clienti <sono ammesse nei limiti del patrimonio di proprietà di questi ultimi>. Ancora l'art. 22 del *Tuf* al suo terzo comma avverte infine che soltanto il consenso manifestato *per iscritto* legittima l'intermediario ad utilizzare <nell'interesse proprio o di terzi> strumenti finanziari dell'investitore o sue <disponibilità liquide> a qualsiasi titolo detenute.

Si precisano così i contenuti di un regime di separazione patrimoniale che come si è visto è (i) *integrale* separazione del patrimonio degli investitori dal patrimonio dell'intermediario, e al tempo stesso (ii) separazione del patrimonio del *singolo* investitore dal patrimonio di tutti gli altri investitori. Ne risulta una disciplina di indispensabile prevenzione del rischio di confusioni di patrimonio tanto più rilevante nell'eventualità di situazioni di insolvenza dell'impresa che non devono pregiudicare la posizione finanziaria dei suoi clienti. Ma per fare maggior chiarezza si leggano gli artt. 56 e 57 del *Tuf*. E in prevenzione del rischio di *confusione di patrimoni* opera anche la norma dell'art. 168 del *Tuf* (che come si ricorderà ancora più avanti) agisce con tutta la forza delle sanzioni di carattere penale. Chi viola le disposizioni <concernenti la separazione patrimoniale> allo scopo di procurare <a sé o ad altri> un <ingiusto profitto> è punito con l'arresto e con l'ammenda che la norma stabilisce non essendo comunque escluso <che il fatto costituisca> altra e più grave fattispecie di reato.

Completa la serie dei principi generali di tutela dell'investitore quanto l'art. 21 del *Tuf* stabilisce in materia di *conflitto di interesse*, inteso come tale lo stato di cose che si determina quando l'interesse dell'intermediario o interessi di altri che lo trovano sensibile entrano per l'appunto in conflitto con le aspettative e le esigenze di primaria tutela degli interessi della clientela. Stato di cose che si determina con inevitabile frequenza quanto più l'industria dei servizi finanziari diventa sistema di imprese appartenenti ad un gruppo di imprese e che operano come operatori <polifunzionali>. E per fare soltanto un esempio ma davvero emblematico si pensi al rischio che l'appartenenza di gruppo e perciò l'interesse del gruppo societario di appartenenza suggeriscano all'intermediario di collocare nel portafoglio della clientela strumenti finanziari di una delle società del gruppo anche quando non fossero necessariamente quelli i titoli preferibili.

O ancora si pensi all'impresa di intermediazione *polifunzionale* che essendo parte di un consorzio di collocamento di valori mobiliari ma al tempo stesso <gestore> delle posizioni patrimoniali di una clientela di risparmiatori ha un interesse a collocare titoli talvolta in possibile conflitto con l'interesse della clientela a riceverne altri di diverso genere. Le situazioni di conflitto di interesse che sono assai varie (e molto numerose) costituiscono problema grave per ogni sistema di economia finanziaria, dovunque essendo perciò fortemente avvertita la stringente necessità di una normativa di protezione degli investitori. Anche in presenza di possibili situazioni di conflitto di interesse la correttezza dell'agire professionale è quanto il *Tuf* indica come obbligato modello di comportamento degli intermediari. E come si preciserà più avanti si rendono indispensabili discipline a misura delle singole fattispecie.

L'intera materia trova tuttavia regole generali alla lettera c) del primo comma dell'art. 21 che domanda *prevenzione* dei conflitti di interesse, e quando comunque si determinano situazioni di tal genere domanda garanzie di *trasparenza* e di equo trattamento delle posizioni di portafoglio della clientela. In prevenzione delle situazioni di conflitto di interesse la norma del *Tuf* prescrive la attivazione di assetti organizzativi espressamente intesi a <ridurre al minimo> l'eventualità del loro verificarsi. E *chinese walls*, muraglie cinesi è la formula di estrema sintesi di comune impiego per indicare le possibili modalità di separazione organizzativa di rami di impresa e di servizi in qualche misura considerate capaci di interrompere i flussi di contatto tra operazioni finanziarie così spesso all'origine di un agire in conflitto di interessi.

L'esperienza tuttavia insegna che il rendimento di strumenti di prevenzione così congegnati è inevitabilmente limitato. E una volta considerata impraticabile la via di una *drastica policy* di altro genere

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del **Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet"** - **Luiss Guido Carli**

anche il legislatore del *Tuf* a tutela degli investitori doveva necessariamente assegnare ruolo principale alle garanzie di trasparenza. Da ciò l'obbligo di informare dell'art. 21 che impegna l'intermediario a fare chiarezza quanto occorre per rendere l'investitore consapevole del configurarsi di situazioni di conflitto di interesse. Ad integrazione della disciplina del *Tuf* ancora una volta è intervenuta la Consob con una disposizione regolamentare (l'art. 27 del regolamento 11522) che se impegna l'intermediario a <vigilare> per identificare possibili situazioni di conflitto di interesse al tempo stesso stabilisce norme di divieto. Operazioni in conflitto di interesse sono infatti vietate se l'intermediario non ha informato e <per iscritto> l'investitore della <natura> e della <estensione> del suo confliggente interesse, ricevendo dal cliente un consenso all'operazione che dovrà anch'esso essere formulato <per iscritto>.

Quanto all'agire in modo da assicurare l'<equo trattamento> della clientela preteso dall'art. 21 del *Tuf*, la normativa regolamentare della Consob avverte che in ogni caso l'intermediario è tenuto ad <astenersi> da modi di procedere che possano <avvantaggiare un investitore> a danno di altri. Ma come si sarà compreso il problema del conflitto di interessi è nel numero di quelli che mettono a dura prova qualsiasi normativa di prevenzione e di (adeguata) tutela di chiunque consegni denaro al mercato finanziario. Con ogni evidenza si tratta di problema che a tutt'oggi non ha trovato soluzioni davvero convincenti dovendosi tener presente anche la serie delle questioni che pure in queste pagine sarà possibile soltanto segnalare. E per fare già da adesso un riferimento di particolare rilievo, si pensi alle informazioni e alle valutazioni di mercato offerte dagli *analisti finanziari*, che così spesso si sono rivelate lontane dalla necessaria indipendenza e obiettività di giudizio (da ciò la preoccupata attenzione della Consob e di recente le iniziative di Borsa italiana s.p.a. intese ad accrescere la soglia di affidabilità degli <studi> e delle <raccomandazioni> che gli analisti finanziati indirizzano al mondo degli investitori).

Considerato in che misura una evoluta industria dei servizi finanziari deve il suo modo di essere anche a quanto è prassi e senso di responsabilità istituzionale dei suoi partecipanti, sarà infine chiaro in che misura possono rilevare discipline di *self regulation* degli operatori di mercato mobiliare. Si pensi al *master agreement* elaborato dall'*Isda* con riguardo al regime dei contratti su *derivative products*. O in tutt'altra prospettiva di analisi si pensi alla serie dei codici deontologici e alle conseguenti normative di *self regulation* anche nel nostro paese ormai operanti in numerosi ambiti dell'industria dei servizi finanziari. Normative che naturalmente non presentano tutti i punti forza delle disposizioni di legge, e tuttavia non di rado assistite da un consistente apparato di provvedimenti a carattere sanzionatorio (che sia pure in via breve sarà più avanti il caso di passare in rassegna, quanto meno con riguardo alle esperienze di regolazione del comparto maturate da Assogestioni, Assoreti e altri ancora).

4. La garanzia costituzionale di tutela del risparmio. Assetto organizzativo, modelli operativi e finalità delle funzioni di pubblica vigilanza.

4.1. Vigilanza regolamentare, vigilanza informativa, vigilanza ispettiva. Le competenze della Banca d'Italia, le competenze della Consob.

Se molto possono rilevare anche discipline di *self regulation* dell'industria dei servizi finanziari (da sempre presenti in numerosi paesi a capitalismo maturo), sarà tuttavia chiaro che il grado di consistenza delle misure di protezione degli investitori pretese dalle norme di costituzione economica, e segnatamente dal secondo comma dell'art. 47 (dove imperativamente si domanda tutela del risparmio e <in tutte le sue forme>) è comunque una variabile dipendente dalle forme e dalle modalità del controllo pubblico. E a loro protezione ma anche per assicurare i risultati di <competitività> e <buon funzionamento del sistema finanziario> richiesti dal primo comma dell'art. 5 del *Tuf* operano come strumenti forti e su scala generale le funzioni e gli interventi di vigilanza di Banca d'Italia e Consob, che nel senso già precisato sarà volta a

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet" - Luiss Guido Carli

volta vigilanza *regolamentare*, vigilanza *informativa* o vigilanza *ispettiva* nel senso precisato dagli artt. 6 a 12 del *Tuf*.

Regola la materia una ripartizione di competenze che come si sa *non* è per soggetti ma per funzioni secondo le regole di sistema stabilite già dalle norme del secondo e terzo comma dell'art. 5. Una cosa è infatti la *stabilità* finanziaria delle imprese di intermediazione. Altra cosa la *trasparenza* e *correttezza* del loro agire. E si tratti di enti creditizi o di altre imprese di intermediazione finanziaria sarà la Banca d'Italia a svolgere le funzioni di vigilanza necessarie sia per il < contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni > sia quanto alla *stabilità* patrimoniale degli operatori di mercato mobiliare. Si tratti di enti creditizi o di altre imprese intermediarie sarà invece la Consob a vigilare sull'osservanza delle regole di *trasparenza* e di *correttezza*. Quale che ne sia l'oggetto (e per quanto possano essere incisive le forme di controllo documentale) sono poi del maggior rilievo i poteri di vigilanza ispettiva che a Banca d'Italia e a Consob competono con tutta la estensione di campo indicata dalle precise disposizioni dell'art. 10 del *Tuf*.

Le attività di vigilanza *regolamentare* che competono alla Banca d'Italia hanno tutta la estensione di campo indicata dal primo comma dell'art. 6. Disposizioni regolamentari occorrono per stabilire requisiti di <adeguatezza patrimoniale dell'impresa >, regime di contenimento del rischio <nelle sue diverse configurazioni > ma anche quanto riguarda <le partecipazioni detenibili>, l'organizzazione amministrativa e contabile così come il sistema dei controlli <interni> all'impresa. Allo stesso modo disposizioni regolamentari della Banca d'Italia si rendono necessarie per l'ulteriore serie degli oggetti di disciplina indicati dalla norma del *Tuf*. Norma nel segno di una ampia *delegificazione* perché l'ambito dei poteri normativi della Banca d'Italia ne risulta molto più esteso di quanto non fosse in passato. E più di una enumerazione di singole parti di materia ancora una volta interessa segnalare le finalità generali della funzione di vigilanza. Compito di Banca d'Italia infatti non è disporre regole di struttura del mercato mobiliare (che deve trovare da sé i suoi migliori assetti) ma precostituire strumenti di garanzia della <sana e prudente gestione > delle imprese dell'intermediazione finanziaria.

E questo è per l'appunto ciò che con formula di estrema sintesi si indica come vigilanza *prudenziale*. Le normative regolamentari di questo oggetto sono assai complesse e rendono di volta in volta necessarie singole analisi di comparto che in queste pagine naturalmente non è possibile svolgere. Ma per quanto riguarda la vigilanza *prudenziale* sulle *Sim* sarà bene segnalare il particolare rilievo delle disposizioni del provvedimento dell'agosto 2000. Appunto in funzione prudenziale le sue disposizioni applicano infatti speciali coefficienti espressamente intesi a garantire che l'impresa di intermediazione presenti consistenze di patrimonio realmente commisurate ai fattori di rischio caratterizzanti la sua attività. Ne conseguono decisive garanzie di tutela degli investitori già in grande evidenza se ad esempio si pensa al *rischio di posizione* che sempre grava sulle *Sim* per le continue variazioni di prezzo degli strumenti finanziari e per il mutevole andamento dei mercati, al *rischio di controparte* (che la controparte non adempia le sue obbligazioni) o al *rischio di cambio*. E sarà chiaro che adeguata protezione dell'investitore si ha soltanto se (la Banca d'Italia vigilando) le consistenze patrimoniali della *Sim* sono tali da assicurare la dovuta <copertura > degli indicati fattori di rischio (e di altri ancora).

Le attività di vigilanza *regolamentare* che competono invece alla Consob sono indicate dal secondo comma dell'art. 6. Ancora una volta secondo principio di *delegificazione* alla Consob si è domandato di disciplinare le <procedure (...) relative ai servizi prestati > così come <la tenuta > delle <evidenze degli ordini > e delle <operazioni effettuate >. Ma si è domandato anche di stabilire modelli di <comportamento > imprenditoriale da osservare <nei rapporti con gli investitori >, essendo in modo particolare segnalate sia la necessità di regole capaci di *ridurre al minimo* i sempre possibili *conflitti di interesse* sia l'esigenza di assicurare che il servizio di gestione patrimoniale si svolga nel modo più congeniale alle posizioni di portafoglio e agli <obiettivi > della clientela. Alla Consob si domandavano infine circostanziate discipline di regolamentazione di <obblighi > e <flussi > informativi. Da tutto questo le normative deliberate dalla Consob che già si sono variamente riferite. E *polices* di tutela degli investitori e della <integrità > del mercato che trovano puntuale riscontro nelle norme del *Tuf* dove si dispone in materia di interventi sui soggetti abilitati e di vigilanza *informativa*.

Quanto ai possibili *interventi sui soggetti abilitati* (e sempre nell'ambito delle loro diverse competenze) per disposizione dell'art. 7 le autorità della pubblica vigilanza possono (i) convocare amministratori, sindaci

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del **Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet"** - **Luiss Guido Carli**

e dirigenti delle imprese vigilate, (ii) ordinare la convocazione dei loro organi collegiali <fissandone l'ordine del giorno>, (iii) procedere *direttamente* alla convocazione quando ciò si renda necessario. Quanto ai poteri di vigilanza *informativa* conferiti a Banca d'Italia e a Consob l'art. 8 del *Tuf* è norma del più ampio contenuto. Ai <oggetti > vigilati Banca d'Italia e Consob possono infatti domandare (i) la <comunicazione di dati e notizie> così come (ii) la <trasmissione di atti e documenti >, essendo potere delle *authorities* stabilire modalità e termini dei relativi adempimenti. È considerato che le imprese di intermediazione operano in regime di revisione contabile i medesimi poteri la Banca d'Italia e la Consob possono senz'altro esercitare <nei confronti della società incaricata >. Il terzo e quarto comma dell'art. 8 indicano poi quali doveri di informazione comunque gravano sul collegio sindacale dei <oggetti vigilati > e ancora sulla società incaricata della revisione contabile. È già si sa che l'art. 10 del *Tuf* offre ampio spazio agli interventi di vigilanza *ispettiva*.

< Per le materie di rispettiva competenza > e <in armonia con le disposizioni comunitarie > Banca d'Italia e Consob possono sempre intervenire <presso i soggetti abilitati > alla prestazione di servizi di investimento avviando procedimenti di ispezione. E nello svolgimento delle loro attività di vigilanza *ispettiva* possono domandare <la esibizione di documenti > così come <il compimento degli atti ritenuti necessari >. Il secondo comma dell'art. 10 impegna <ciascuna autorità > a comunicare le ispezioni disposte <all'altra autorità>, che a sua volta è immediatamente legittimata a richiedere una integrazione degli accertamenti <su profili di propria competenza >. Avvalendosi della disposizione del terzo comma della norma, per quanto sia considerato utile al miglior svolgimento delle loro attività di genere ispettivo Banca d'Italia e Consob domanderanno alle competenti autorità di Stati *comunitari* di provvedere agli accertamenti da attivare sul loro territorio. Ma si legga anche quanto precisa il quarto comma dell'art. 10 e che cosa il suo quinto comma stabilisce con riferimento alla possibile cooperazione delle autorità di vigilanza di Stati *extracomunitari*.

#### 4.2. Imprese finanziarie e fenomeni di gruppo. La cooperazione tra le istituzioni di pubblica vigilanza. Il regime delle norme di diritto penale.

Considerato in che misura anche l'economia finanziaria è settore di impresa dove è dominante il fenomeno di gruppo, sarà poi il caso di riservare particolare attenzione alle norme (degli artt. 11 e 12), dove si guarda alla composizione del gruppo di appartenenza dell'impresa finanziaria e si stabiliscono disposizioni appunto per la *vigilanza sul gruppo*. Ma vi è di più perché dominante è comunque la figura dell'operatore *polifunzionale* che offre al mercato del risparmio una serie integrata di servizi di investimento, svolgendo una attività di intermediazione sempre più spesso di oggetto e dimensioni sovranazionali. In questo senso se pure ancora esistono sono ormai marginali le imprese di intermediazione di diverso genere. E lo scenario dei mercati finanziari di inizio secolo segnala tutta la complessità e la urgenza di problemi di pubblica vigilanza in larga misura ancora lontani da una sufficiente considerazione. Si rendono in ogni caso necessarie modalità di svolgimento della pubblica vigilanza capaci di integrare le forze delle singole amministrazioni chiamate a funzioni di controllo.

Ad indicare con regole di principio generale le dovute modalità di *cooperazione* tra istituzioni che svolgono funzioni di controllo sul sistema dell'economia finanziaria provvede l'art. 4 del *Tuf*, che <al fine di agevolare le rispettive funzioni > impegna a collaborare <tra loro >, anche mediante scambio di informazioni > Banca d'Italia e Consob attivando un *continuum* istituzionale che allo modo d'oro riguarda tuttavia anche Isvap, Commissione di vigilanza sui fondi pensione e Ufficio italiano dei cambi. Ma questa enunciazione di principio è soltanto punto di vertice di un ordinamento di settore che in ogni sua parte si caratterizza ormai per una medesima linea di politica del diritto. Se è vero che ogni *authority* vigila sull'osservanza delle disposizioni <regolanti le materie > di sua <competenza >, il quinto comma dell'art. 5 del *Tuf* stabilisce infatti che comunque <la Banca d'Italia e la Consob operano > e devono operare in modo *coordinato*, dovendosi reciprocamente dare <comunicazione > dei provvedimenti assunti e <delle irregolarità rilevate nell'esercizio dell'attività di vigilanza >.

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet" - Luiss Guido Carli

La disciplina del *Tuf* ha poi speciale rilievo per la parte dove si prefigurano forme di cooperazione e di < scambio di informazioni > alla scala *sovranaZIONALE* ormai assolutamente indispensabili in tempi di irreversibile <globalizzazione > e <mondializzazione > del maggior numero dei comparti dell'economia finanziaria. Già il secondo comma dell'art 4 impegna Banca d'Italia e Consob a <collaborare con < le autorità > dei singoli Stati *comunitari* e con < le autorità > dell'*Unione Europea* > per tutto quanto possa <agevolare > lo svolgimento delle <rispettive funzioni >. E per la Banca d'Italia il nono comma della norma prefigura forme di collaborazione con le autorità di vigilanza di altri Stati comunitari per le funzioni di pubblico controllo da esercitare <su base consolidata nei confronti di gruppi operanti in più paesi >. Alle iniziative di cooperazione con autorità di Stati *extracomunitari* la norma del *Tuf* si riferisce con la disposizione del suo terzo comma.

A completare lo scenario di insieme degli strumenti di pubblica vigilanza provvedono poi le norme che a tal fine impiegano gli strumenti forti del diritto penale. Guardando a imprese di intermediazione e loro attività di mercato il legislatore degli anni Novanta anche in questo senso ha privilegiato *policies* di maggior rigore. Da ciò un ordinamento di settore dove si considerano criminosi e conseguentemente si puniscono con sanzioni penali i comportamenti devianti che si descrivono agli artt. 166 a 171 del *Tuf*. Configura reato di *abusivismo* che si punisce severamente l'agire di chi < senza esservi abilitato > svolga servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio oppure operi mediante tecniche di comunicazione a distanza o ancora integri una delle altre fattispecie di reato dell'art. 166. E <salvo che il fatto costituisca reato più grave > si puniscono con le sanzioni dell'art. 174 i comportamenti di ostacolo all'esercizio delle funzioni che competono alle autorità di pubblica vigilanza. Anche le norme del *Tuf* in più di un caso non si sottraggono al rischio già segnalato come grave punto di caduta per la generalità delle norme penali che rinviano a norme *extrapenali* quando non sono (come spesso accade) discutibili norme *in bianco*. Ma meritano convinto consenso le disposizioni che adesso finalmente configurano come illecito penale la *gestione infedele* e l'agire in modo tale da determinare *confusione di patrimoni*.

< Salvo che il fatto costituisca reato più grave > per disposizione dell'art. 167 del *Tuf* integra la fattispecie della *gestione infedele* l'agire dell'intermediario che nella prestazione del < servizio di gestione di portafogli di investimento su base individuale > oppure del < servizio di gestione collettiva del risparmio > viola le disposizioni regolanti il conflitto di interesse, ponendo in essere operazioni < che arrecano danno agli investitori > e ciò < al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto >. Sempre che il suo comportamento non configuri reato < più grave > incorre poi nell'illecito di *confusione di patrimoni* sanzionato dall'art. 168 <chi > sempre < al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto > arreca danno agli investitori violando le disposizioni che impongono l'osservanza del principio di separazione tra loro portafoglio finanziario e altre posizioni patrimoniali. E ancora una volta possono integrare la fattispecie di reato sia l'esercizio di servizi di investimento sia le attività di gestione collettiva del risparmio (così come i comportamenti devianti in caso di *custodia* di < strumenti finanziari > e di < disponibilità liquide >).

5. Irregolarità e situazioni di crisi dell'impresa. L'amministrazione straordinaria, le procedure concorsuali. I sistemi di indennizzo degli investitori.

Parte necessaria della disciplina delle imprese dell'<industria dei servizi finanziari > è infine la disciplina delle situazioni che variamente denotano punti di caduta e *crisi* dell'impresa di intermediazione mobiliare. E si pensi in modo particolare alle fattispecie di possibile insolvenza dell'impresa con tutti conseguenti problemi di avvio delle dovute < procedure concorsuali >. Per il caso della banca che svolga attività di mercato mobiliare si applicano le norme del < titolo quarto > del *Tuf* che dall'art. 70 all'art. 105 è per l'appunto < disciplina delle crisi > dell'impresa bancaria a valere per la generalità degli enti creditizi. Nel caso delle altre imprese di mercato mobiliare opera invece una speciale disciplina del *Tuf* che sarà bene conoscere. Ma la disciplina del *Tuf* non è soltanto speciale disciplina delle fattispecie di insolvenza. Se era necessario stabilire normative di regime per questa eventualità al tempo stesso era infatti necessario dare

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet" - Luiss Guido Carli

regime ad una intera serie di altre situazioni con caratteri di criticità. Situazioni molto diverse tra loro e regolate dal *Tuf* con disposizioni meritevoli di particolare attenzione.

Si pensi al caso di possibili violazioni delle disposizioni regolatrici della attività delle imprese di intermediazione. Si tratti di banca o di altro intermediario di mercato mobiliare si deve <porre termine a tali irregolarità>. E questo è il fine che il primo comma dell'art. 51 del *Tuf* assegna ai provvedimenti ingiuntivi che competono a Banca d'Italia e Consob <a ciascuna per le materie di propria competenza>. La medesima norma al secondo comma dispone poi che <sentita l'altra autorità> Banca d'Italia e Consob possono vietare l'avvio di nuove operazioni o nuove attività quando ciò si rende necessario e urgente a tutela degli investitori o ancora se <le violazioni commesse> possono <pregiudicare> interessi di carattere generale. Si applica una disciplina delle ingiunzioni che riguarda intermediari nazionali e imprese extracomunitarie, per gli intermediari comunitari essendo stabilita speciale disciplina dalla disposizione dell'art. 52 del *Tuf*. E con riguardo a *Sim* e a società di gestione del risparmio (ma anche a *Sicav*) la norma dell'art. 53 stabilisce speciale regime di salvaguardia per il caso di situazioni che espongono a pericolo investitori o mercati.

E' competenza (e responsabilità) del presidente della Consob ordinare in via di urgenza la sospensione di organi di amministrazione dell'impresa, dovendosi perciò nominare un commissario che ne assume la gestione <per un periodo massimo di sessanta giorni>. Per parte loro ulteriori disposizioni del *Tuf* dispongono misure cautelari con riguardo all'offerta di mercato di *Oicr* esteri (che si leggono all'art. 54) e all'attività dei promotori finanziari (applicandosi le prescrizioni dell'art. 55). Particolare attenzione occorre poi riservare alla disposizione dell'art. 56 del *Tuf* che con riguardo a *Sim* e società di gestione del risparmio (ma anche alle *Sicav*) disciplina il caso di gravi violazioni di norme, gravi irregolarità nell'amministrare o infine <gravi perdite del patrimonio> dell'intermediario. E a queste eventualità si aggiunge l'eventualità di motivata istanza di scioglimento avanzata da organi della società (o del commissario nominato ai sensi dell'art. 53).

In situazioni di tal genere su proposta della Banca d'Italia o della Consob compete al Ministero del Tesoro <disporre con decreto> appunto lo <scioglimento> di consiglio di amministrazione e collegio sindacale della società. Prende allora avvio una procedura di sua *amministrazione straordinaria* che la Banca d'Italia dirige applicando le normative del *Tub* richiamate dal terzo comma dell'art. 56. Agli organi statuari dell'impresa di intermediazione si sostituiscono commissari che per un anno (e se è ammessa proroga per ulteriori sei mesi) provvedono ad una sua gestione intesa a fare quanto occorre per ripristinare l'ordinario andamento delle cose. Violazione di norme e irregolarità devono essere rimosse. Le perdite patrimoniali devono essere ripianate. E se così sarà a chiusura della fase transitoria saranno nominati nuovi amministratori e nuovi organi di controllo. Qualora risulti invece impossibile conseguire quel risultato al periodo di amministrazione straordinaria seguirà la *liquidazione coatta amministrativa* dell'impresa.

Fosse anche in corso la amministrazione straordinaria della società il provvedimento di liquidazione e le sue gravi conseguenze si rendono comunque inevitabili in caso di insolvenza dell'impresa di intermediazione applicandosi allora la disciplina dell'art. 57 del *Tuf*, che è norma da leggere con la dovuta attenzione per un puntuale riscontro delle diverse situazioni che possono configurare i presupposti della procedura concorsuale avvertendo che la si rende inevitabile quando motivare l'avvio della procedura. E quando (i) la eccezionale gravità delle irregolarità riscontrate, (ii) delle violazioni di <disposizioni legislative, amministrative o statuarie> o ancora (ii) delle perdite del patrimonio sociale escludono qualsiasi possibilità di un ulteriore operare dell'intermediario, per espressa disposizione della norma del *Tuf* il decreto ministeriale di liquidazione coatta amministrativa al tempo stesso è provvedimento di *revoca* della autorizzazione all'esercizio della attività.

L'avvio della procedura è fattispecie complessa regolata dal secondo comma dell'art. 57. E al decreto ministeriale si perviene <su proposta della Banca d'Italia o della Consob, ciascuna per le materie di propria competenza>. Quali soggetti per parte loro possono poi fare motivata istanza per la emanazione del decreto si legge ancora al secondo comma dell'art. 57. In conformità al regime prescritto dal terzo comma della norma per gli svolgimenti della procedura valgono disposizioni di ampio rinvio alle normative del *Tub*. Organi ne sono commissari liquidatori e comitati di sorveglianza nominati dalla Banca d'Italia. Seguiranno la formazione di uno stato passivo, operazioni di liquidazione, di restituzione e di riparto oltre che

# Amministrazione in cammino

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione  
a cura del **Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet"** - **Luiss Guido Carli**

adempimenti finali secondo quanto si è ancora una volta stabilito per rinvio alle normative dell'ordinamento bancario.

Sarà infine il caso di ricordare quale importante funzione di garanzia e di tutela degli investitori ha il congegno di <rimborso> dei <crediti> in denaro o in strumenti finanziari che a norma degli artt. 59 e 60 del *Tuf* opera appunto in caso di *insolvenza* dell'intermediario. Si tratti della liquidazione coatta amministrativa della banca o della Sim (o dell'insolvenza di altre imprese di intermediazione) sono previsti *sistemi di indennizzo* secondo un modello organizzativo che in via breve può essere così rappresentato. Un *Fondo nazionale di garanzia* che è <persona giuridica> di diritto privato (e perciò opera in regime di piena <autonomia patrimoniale> riceve contributi dalle imprese di intermediazione. Per ogni intermediario l'adesione al sistema è onere nel senso precisato dal primo comma dell'art. 59 del *Tuf*, dove si dispone che <l'esercizio> dei servizi di investimento è <subordinato> all'adesione ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori. Il flusso e la massa delle contribuzioni diventano il fondo che consentirà di erogare le prestazioni di rimborso dovute agli investitori <creditore> dell'intermediario impossibilitato ad adempiere.

Il secondo comma dell'art. 59 del *Tuf* stabiliva che organizzazione e modalità operative dei sistemi di indennizzo sono materie di competenza del ministro del Tesoro chiamato a provvedere con un suo regolamento da deliberare <sentite la Banca d'Italia e la Consob>. E in attesa dell'indicato provvedimento per intanto in via transitoria vale la disciplina del decreto ministeriale 485 del novembre 1997. E' invece competenza della Banca d'Italia <sentita la Consob> la disciplina regolamentare di coordinamento del sistema di indennizzo con la procedura di liquidazione coatta amministrativa <e in generale con l'attività di vigilanza>. Quali soggetti (e in che termini), quali crediti (e in che misura) sono ammessi all'indennizzo stabilisce una complessa normativa che non sarà necessario segnalare (se non per avvertire che il fondo di garanzia provvederà ad erogare i pagamenti dovuti alla clientela creditrice nei limiti delle sue disponibilità del fondo, e comunque in una misura percentuale che a seconda delle fattispecie varia dal per cento al per cento dell'intera posizione creditoria). All'art. 60 del *Tuf* si regolano le possibili fattispecie di adesione al sistema da parte di intermediari esteri talvolta trattandosi di facoltà e altra volta invece di atto dovuto (*continua*).

(\* ) Queste pagine sono trascrizione di una prima parte dei <materiali di lavoro> elaborati per il corso di Diritto dei mercati finanziari svolto all'Università di Roma (che una volta integrati saranno ricompresi in un volume di prossima pubblicazione presso l'editore Giuffrè).