SENATO DELLA REPUBBLICA

X LEGISLATURA

6ª COMMISSIONE PERMANENTE

(Finanze e tesoro)

107° RESOCONTO STENOGRAFICO

SEDUTA DI GIOVEDÌ 13 DICEMBRE 1990

(Antimeridiana)

Presidenza del Presidente BERLANDA
indi del Vice Presidente TRIGLIA

INDICE

Disegni di legge in sede deliberante

«Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari» **(953-B)**, approvato dal Senato e modificato dalla Camera dei deputati

(Discussione e rinvio)

PRESIDENTE:
- BERLANDA *(DC)* ..... *Pag.* 2, 16, 18 e *passim*
- TRIGLIA *(DC)* 27

BRINA *(PCI)* 16
CAVAZZUTI *(Sin. Ind.)* 18
SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro* 24, 25
TRIGLIA *(DC), relatore alla Commissione* ... 2

TIPOGRAFIA DEL SENATO (1150)

I lavori hanno inizio alle ore 9,15.

Presidenza del Presidente BERLANDA

DISEGNI DI LEGGE IN SEDE DELIBERANTE

«Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari» (953-B), approvato dal Senato e modificato dalla Camera dei deputati

(Discussione e rinvio)

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca la discussione del disegno di legge: «Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari», approvato dal Senato e modificato dalla Camera dei deputati.

Prego il senatore Triglia di riferire alla Commissione sulle modificazioni introdotte dalla Camera dei deputati.

TRIGLIA, *relatore alla Commissione*. Signor Presidente, onorevoli colleghi, il disegno di legge al nostro esame venne presentato dal Governo in una versione più ridotta il 23 marzo 1988. La Commissione finanze e tesoro del Senato, a cui il provvedimento fu assegnato in sede referente, costituì al suo interno un comitato ristretto che, sulla scorta di una serie di audizioni e dopo aver quasi integralmente riscritto e significativamente ampliato il testo iniziale, lo sottopose alla Commissione. L'Assemblea del Senato lo approvò all'unanimità il 27 aprile 1989.

I primi commenti furono in genere improntati ad apprezzamento. Non mancarono tuttavia le prese di distanza. Il senatore Rossi per esempio ne scrisse in termini di «pasticciaccio brutto»; il presidente della maggiore banca italiana lo definì un testo «paleocapitalistico»; Marco Vitale affermò trattarsi «di un astuto compromesso di interessi, ma di una cattiva legge per il Paese»; il direttore generale dell'ABI, da parte sua, lo accusò di essere «discriminatorio nei confronti delle banche».

Rilievi vennero mossi anche dalla Banca d'Italia e dal Ministro del tesoro, che rinnovarono l'atteggiamento dialettico, di stimolo critico verso il provvedimento, che già aveva caratterizzato il dibattito in Senato. Entrambi, in particolare, misero in dubbio l'opportunità di sanzionare con obbligo legislativo la concentrazione degli scambi in borsa. Il relatore del disegno di legge alla Camera, raccogliendo tali perplessità, propose nella sua relazione generale alla Commissione finanze – letta il 24 gennaio 1990 – di surrogare la concentrazione degli

scambi con una comunicazione obbligatoria al mercato della loro avvenuta effettuazione. A fronte di tale ipotesi si registrarono orientamenti decisamente contrari, condivisi anche da numerosi deputati, che indussero il relatore a far rientrare tali propositi.

Le questioni principali che hanno alimentato il dibattito pubblico negli ultimi mesi sono state però quelle del regime di vigilanza più idoneo e dell'opportunità o meno di prevedere un periodo transitorio per le norme sulla costituzione delle SIM (società di intermediazione mobiliare). Sul primo aspetto, su cui si tornerà più avanti, sono significativi i timori espressi dalla Consob per esempio nella relazione per l'anno 1989. «Qualunque evoluzione possa subire il disegno di legge sulle SIM – vi è scritto – esso non deve pregiudicare nè il disegno istituzionale delineato dalla legge n. 216 del 1974, e successive modificazioni ed integrazioni, che ha posto la Consob al vertice del mercato mobiliare, nè tanto meno le attribuzioni che il legislatore intese assegnarle...». La soppressione del periodo transitorio, viceversa, fu richiesta dall'ABI e dal Ministro del tesoro, cui si associarono alcuni deputati, sollevando vivaci proteste da parte degli agenti di cambio. Questa impostazione non fu ovviamente condivisa dagli agenti di cambio.

L'andamento del dibattito parlamentare alla Camera si è caratterizzato nel corso del 1990 per una dialettica più istituzionale (Governo-Commissione finanze) che politica (maggioranza-opposizione), analogamente a quanto già accaduto al Senato.

I propositi annunciati dal relatore, onorevole Franco Piro, nell'intervento di apertura erano ambiziosi. A suo avviso si sarebbe dovuto riscrivere il testo del Senato informandolo a «uno schema logico unitario». In particolare il relatore invocava una definizione astratta di attività di intermediazione mobiliare, per evitare che alcuni soggetti operanti in tale settore con modalità di intermediazione atipiche o innovative potessero sfuggire ai requisiti e ai controlli previsti dalla legge.

L'esigenza fatta valere dal relatore era senza dubbio condivisibile in linea di principio. Si trattava di tradurla in una definizione corretta, che tuttavia non sembrava di facile individuazione. Uno dei rischi, a questo riguardo, era quello di fissare i confini rispetto all'attività creditizia o assicurativa che non corrispondessero, anzi fossero di intralcio al processo in atto di interpenetrazione dei vari comparti del mercato finanziario. Vi era poi il problema, di non facile soluzione, di definire esattamente che cosa si intendesse per valore mobiliare. Il compito era reso ancora più arduo dal fatto che esistevano elaborazioni dottrinali sufficientemente affermate. Gli stessi ordinamenti esteri richiamati a modello dal relatore non presentavano in realtà definizioni in senso stretto, ma elencazioni più o meno analitiche di fattispecie tipiche, già note nella prassi. La presunta definizione contenuta nella proposta di direttiva CEE, poi, ricalcava quasi alla lettera l'elencazione formulata nel testo approvato dal Senato.

In materia di conflitto di interessi l'onorevole Piro ravvisava nel testo alcuni aspetti di eccessiva rigidità normativa, che avrebbero potuto, da un lato, paralizzare l'attività di intermediazione, dall'altro pregiudicare senza valido motivo l'interesse dell'investitore. Più precisa-

mente egli contestava il divieto posto a carico degli intermediari di consigliare od offrire operazioni per le quali essi non si fossero trovati in situazione di indipendenza e il divieto specifico, nell'ambito di un mandato di gestione, di eseguire comunque compravendite su titoli emessi o collocati da essi intermediari o da società collegate.

Il relatore dissentiva altresì dalla misura minima di capitale richiesta alle SIM per accedere all'albo (500 milioni di lire), ritenendola eccessiva con riferimento per esempio a un intermediario interessato a svolgere attività di mera consulenza. A questa osservazione fu replicato ricordando che il capitale minimo, oltre alla funzione di copertura degli impegni finanziari assunti verso terzi, può svolgere anche una funzione di sbarramento o di filtro rispetto a iniziative imprenditoriali scarsamente affidabili.

Venne inoltre proposto dal relatore di delegare a organismi rappresentativi delle categorie di intermediari aree di autoregolamentazione, relative in particolare all'attuazione delle disposizioni emanate da Consob e Banca d'Italia in materia di comportamento degli operatori.

In tema di vigilanza egli si dichiarava favorevole a un regime per soggetti anzichè per finalità. Quest'ultima impostazione avrebbe potuto infatti portare a duplicazioni di controlli e a eccessivi oneri per i soggetti controllati.

Riguardo alla regolamentazione dei mercati il relatore propose di introdurre il concetto di mercato telematico e di legittimare l'estensione nel nostro paese di mercati telematici esteri; suggerì di «favorire – attraverso la legge – la nascita di nuovi mercati, anche diversi dalle borse», su titoli quotati (in proposito fu però segnalato il rischio di una riduzione della liquidità e dell'efficienza del mercato ufficiale) e richiese di sopprimere la riserva a favore della piazza di Milano prevista per le contrattazioni di strumenti derivati.

Ripropose inoltre l'opportunità di semplificare e razionalizzare la struttura degli organi locali di borsa, raggruppandoli in un unico organismo di nuova istituzione, il Consiglio di borsa.

Quanto, infine, al principio della concentrazione in borsa degli scambi su titoli quotati il relatore mosse al testo licenziato dal Senato tre rilievi, riguardanti:

a) l'eccessiva rigidità delle disposizioni in materia;

b) il rischio di uno svuotamento del ruolo di *dealer* pur riconosciuto all'intermediario;

c) la posizione di rendita delle istituende SIM.

Il Sottosegretario per il tesoro echeggiò da parte sua preoccupazioni peculiari dell'autorità monetaria sottolineando l'esigenza inderogabile di garantire la stabilità degli operatori e dell'intero sistema finanziario, l'opportunità di «mantenere nel modo più assoluto la competenza della Banca d'Italia (prevista dal Senato), in virtù della sua antica cultura in merito» e l'opportunità di modificare la norme sulla concentrazione.

Non potendo dar qui conto compiutamente dei lavori parlamentari della Camera – protrattisi nel corso dell'anno per circa trenta sedute – conviene segnalare quelli che sembrano essere stati i maggiori contributi al dibattito.

L'onorevole Luigi Grillo difese, richiamando l'articolo 47 della Costituzione, l'opportunità di disciplinare con norme obbligatorie le negoziazioni su titoli quotati – rimuovendo anzi le eccezioni ammesse dal Senato – riconoscendo però l'esigenza di dare un'articolazione non univoca a tale obbligo, delegando a questo scopo alla Consob la responsabilità di stabilire le varie forme di contrattazione ammissibili in borsa, tra cui anche quella in proprio.

Tale proposta, insieme ad altre analoghe, aiutò a far chiarezza su una serie di equivoci sorti a seguito dell'imprecisa formulazione di una norma approvata dal Senato. Si ricorderà che, nello sforzo di dare attuazione rigorosa e il più possibile comprensiva del principio della concentrazione, la Commissione finanze del Senato riuscì ad assoggettare poco alla volta a tale obbligo, oltre alle SIM, anche le banche, i fondi di investimento, le società fiduciarie e le finanziarie, riducendo altresì la portata delle eccezioni previste a tale obbligo. In particolare il Senato ritenne di dover escludere che, nell'esecuzione fuori borsa degli ordini della clientela – pur dietro autorizzazione scritta e a condizioni di prezzo migliori di quelle di mercato – gli intermediari potessero compravendere in contropartita diretta. Ora, fu segnalato (dal Governatore della Banca d'Italia e da vari commentatori) che quest'ultimo divieto poteva valere anche come preclusione assoluta per l'intermediario a operare, anche nella stessa borsa e secondo modalità pubbliche, in veste di *dealer*; ciò poteva rappresentare un grave inconveniente con riferimento a particolari tagli di titoli, orari di contrattazione, eccetera.

Nel corso del dibattito parlamentare alla Camera fu dunque deciso di riferire espressamente la norma sopra richiamata alle sole negoziazioni fuori borsa, rendendo chiaro che sul mercato pubblico l'attività in proprio, in linea di principio, era ammissibile come quella per conto terzi. Con ciò venne anche a cadere un motivo di polemica da parte degli oppositori alla concentrazione.

In ripetuti interventi l'onorevole Usellini illustrò la propria contrarietà all'ingresso delle industrie nei mercati finanziari, sostenendo l'opportunità, analogamente a quanto disposto per gli enti creditizi, di introdurre un divieto per le imprese non finanziarie ad assumere il controllo delle istituende SIM. Rilevò inoltre che sembrava preferibile riservare alla Banca d'Italia la sola competenza sulle attività di intermediazione che comportavano flussi finanziari. Propose infine la soppressione del periodo transitorio.

Il 15 febbraio, sulla scorta anche di tali osservazioni, il relatore sottopose alla Commissione una propria versione dell'articolato. Veniva in primo luogo definita, ma solo attraverso una elencazione di fattispecie – e non, classicamente, «per genere prossimo e differenza specifica» – la nozione di attività di intermediazione mobiliare. Rispetto al testo del Senato vi risultava inclusa la sollecitazione del pubblico risparmio svolta in sedi secondarie e ognuna delle attività indicate veniva riferita anche ai contratti a termine su strumenti finanziari. Il capitale sociale delle SIM, come suggerito dall'onorevole Visco, veniva parametrato a quello ordinario delle società per azioni. Si istituiva e disciplinava la figura del consulente finanziario. Si ritoccavano, senza stravolgerle, le attribuzioni di vigilanza assegnate dal Senato alla Consob

e alla Banca d'Italia. Veniva inoltre stralciata la fattispecie dell'amministratore infedele. Si introduceva infine il Consiglio di borsa.

Il Ministro del tesoro, lasciati cadere i dubbi sulla concentrazione, chiese oltre a una serie di correzioni minori la soppressione del periodo transitorio in quanto connesso alla persistenza del monopolio di alcuni soggetti nella costituzione delle SIM. L'onorevole Grillo, in risposta all'ultima richiesta, segnalò il rischio di un allungamento dell'*iter* di approvazione del provvedimento; ricordò che in Gran Bretagna, Francia e Spagna erano stati previsti analoghi periodi transitori; sostenne che tale regime poteva riuscire utile anche al sistema bancario e propose eventualmente di modificare le percentuali di partecipazione previste dal Senato. L'onorevole Usellini si associò al Ministro del tesoro. La questione del periodo transitorio fu poi risolta come indicato dall'onorevole Grillo.

Vanno ricordati anche alcuni significativi contributi comparsi in quel periodo sulla stampa quotidiana. In uno di essi l'onorevole Visco individuava l'obiettivo della legge «nel superamento dell'assetto tradizionale dei mercati finanziari italiani, fortemente imperniato sulle banche e sul sistema creditizio». Obiettava con forza che il problema della stabilità, per intermediari come le SIM che non creano moneta ma operano solo con un proprio magazzino di titoli, non era molto rilevante e comunque poteva essere governato con *ratios* patrimoniali e criteri per la ripartizione del rischio. Di qui l'inopportunità di riservare alla Banca d'Italia ampi poteri in materia. Opinabili sarebbero state anche una serie di attribuzioni al Tesoro o al Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR), che rappresentavano un ritorno al regime anteriore alla legge n. 216 del 1974. In un articolo del senatore Cavazzuti del marzo scorso era prefigurata, per la prima volta, la soluzione poi adottata dalla Commissione finanze della Camera circa il problema di eventuali sovrapposizioni nei controlli: fatta salva la competenza trasversale stabilita in linea di principio, le due autorità di vigilanza avrebbero potuto delegarsi a vicenda la responsabilità di controllare un gruppo omogeneo di intermediari, bancari la Banca d'Italia, non bancari la Consob. Non può infine non essere menzionato un importante contributo di Franco Modigliani, ispirato al principio della necessità – ai fini di un effettivo sviluppo del mercato dei capitali italiano – di una forte tutela dei diritti contrattuali degli investitori nei confronti degli azionisti di maggioranza, ben più che la previsione di *minima moralia*, e che implica tra l'altro la concentrazione obbligatoria per legge degli scambi, l'OPA obbligatoria e severe sanzioni per gli abusi da conflitto di interessi.

Il 18 luglio scorso la Commissione finanze della Camera approvò in sede referente il disegno di legge.

Da allora a oggi l'esame in sede legislativa, conclusosi il 6 dicembre, è stato rallentato prima da un conflitto di competenze con la Commissione bilancio, poi da un animato confronto sui criteri di ripartizione dei poteri di vigilanza.

Il prolungato esame del testo in sede deliberante non è stato comunque inutile, perchè ha consentito, da un lato, di perfezionare vari aspetti del provvedimento (come quello della disciplina transitoria delle commissionarie di borsa, che nel primo testo licenziato dalla Commis-

sione presentava margini di ambiguità, o quello della composizione del consiglio di borsa, che vedeva un'insufficiente rappresentanza degli intermediari), dall'altro di colmare alcune lacune (come quella venutasi a creare con la soppressione – in sede di «coordinamento formale» del testo approvato in sede deliberante – del periodo concesso agli intermediari diversi da agenti di cambio, banche, commissionarie di borsa e fiduciarie per ottenere l'iscrizione all'albo delle SIM, con conseguente immediata interruzione delle loro attività).

Il testo al nostro esame è dunque composto da ventotto articoli, sei più che nella versione elaborata dal Senato. Permane la ripartizione in titoli, il primo dedicato all'attività di intermediazione mobiliare (articoli 1-19), il secondo all'assetto organizzativo dei mercati (articoli 20-25), ma ne viene aggiunto un terzo, recante le disposizioni finali (articoli 26-28).

All'interno di questa suddivisione è possibile individuare alcuni gruppi di articoli omogenei per materia, di seguito brevemente illustrati in particolare nei loro aspetti differenziati rispetto ai corrispondenti approvati dal Senato.

Il primo insieme di articoli (articoli 1-4) riguarda le attività riservate in esclusiva alle SIM, o a esse consentite, e le condizioni per il loro esercizio. Le maggiori differenze rispetto alle disposizioni approvate dal Senato consistono nell'inclusione, tra le attività riservate, della sollecitazione al pubblico risparmio svolta in sedi diverse dalla principale – oggi effettuata dalle reti di distribuzione –, nell'assimilazione dei contratti a termine su strumenti finanziari a valori mobiliari e quindi nell'estensione ad essi dell'ambito applicativo della legge e nell'allargamento della gamma di attività consentite – comunque dietro autorizzazione – alle SIM (negoziazione di valute, offerta al pubblico di prodotti e servizi diversi dai valori mobiliari, purchè previsti dalla Consob). Riguardo alla negoziazione delle valute va però segnalata la necessità di un chiarimento, atteso che l'attività in valuta consentita alle SIM dall'articolo 2 riguarda «la negoziazione per conto terzi in borsa ai sensi dell'articolo 21», mentre lo stesso articolo 21, che prevede la regolamentazione ad opera del Ministro del tesoro del mercato dei cambi, non ne stabilisce in maniera univoca la localizzazione presso le borse valori. Varie disposizioni relative alla partecipazione al capitale delle SIM, prima disperse in vari punti del testo, sono ora riunite sotto il nuovo articolo 4. Vengono infine estese alle società di gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare alcune disposizioni valide per le SIM, per le società quotate o per gli enti creditizi (comunicazioni da parte dei soci delle partecipazioni superiori al 2 per cento, obbligo per essi di sottoscrivere protocolli di autonomia gestionale, limiti di investimento in società collegate, integrazione delle regole di comportamento, possibilità di richiesta di dati e notizie da parte della Consob, poteri di controllo di quest'ultima sulla regolarità delle operazioni su titoli quotati, eccetera).

Un secondo gruppo di norme (articoli 5, 6, 9, 10 11 e 12) concerne i princìpi deontologici, le regole di condotta e le modalità operative secondo cui devono essere svolte le attività di intermediazione. Le principali variazioni apportate all'impostazione voluta dal Senato, peraltro sostanzialmente confermata, sono relative a un maggior grado

di dettaglio nell'indicazione delle regole di comportamento (trasmissione ai clienti di un documento informativo sulle attività svolte; rapporti formalizzati in un contratto scritto; obbligo di preventiva informazione sulla situazione finanziaria del cliente; comunicazione delle caratteristiche e dei rischi delle operazioni di investimento; divieto di moltiplicare senza motivo le operazioni; comunicazione dell'eventuale situazione di conflitto di interesse e richiesta di autorizzazione a operare; idonee procedure di controllo interno e adeguata formazione del personale); alla possibilità riconosciuta alle SIM di negoziare – nell'ambito delle gestioni di patrimoni – titoli emessi o collocati da esse SIM o da soggetti collegati, sia pure nei limiti stabiliti dalla Consob; alla possibilità di depositare i titoli oggetto di gestione da parte di una SIM presso la medesima società, nonchè alle modalità di negoziazione dei valori mobiliari.

A quest'ultimo proposito si segnalano alcuni significativi progressi. In primo luogo vengono fatte oggetto dell'obbligo della concentrazione sui mercati regolamentati (quindi tutti i mercati e non solo le borse) le negoziazioni *tout court* su valori mobiliari in detti mercati e non solo le compravendite. Si fa chiaro, inoltre, come già accennato, che il divieto a operare in proprio va riferito esclusivamente alla fattispecie eccezionale della negoziazione fuori mercato su autorizzazione del cliente e a condizioni di prezzo migliori di quelli correnti. Tale fattispecie eccezionale viene peraltro esclusa relativamente a soggetti diversi dalle SIM. L'articolo 11 contiene inoltre una disciplina più esplicita delle negoziazioni di quantitativi rilevanti di valori mobiliari quotati, i cosiddetti «blocchi». Va tuttavia segnalata l'esenzione dall'obbligo di transitare in borsa accordata alle negoziazioni su titoli quotati effettuate all'interno di un gruppo, cioè tra società collegate o controllate. Tale esenzione – valida, sembra di capire, anche per i pacchetti di controllo e come tale in contrasto con l'orientamento espresso nel disegno di legge sulle OPA approvato dal Senato – potrebbe sottrarre al mercato quote non trascurabili degli scambi complessivi e consentire la loro esecuzione a prezzi di comodo o comunque diversi da quelli correnti, esponendo gli azionisti dell'una o dell'altra società, laddove quotate, al rischio di condizioni svantaggiose.

Sempre nell'ambito delle modalità di svolgimento dell'intermediazione mobiliare va segnalato il nuovo articolo 5. Esso dispone che le SIM, nell'offerta delle attività autorizzate in luogo diverso dalla sede sociale o dalle proprie sedi secondarie e comunque nello svolgimento della sollecitazione del pubblico risparmio in luogo differente dalla sede principale, si avvalgono esclusivamente dell'opera di cosiddetti promotori di servizi finanziari, i quali, in veste di dipendenti, agenti o mandatari, potranno operare per conto di una sola SIM. Questa nuova figura di intermediario corrisponde in sostanza a quella degli attuali consulenti finanziari o agenti delle reti di distribuzione. La loro attività professionale viene per la prima volta regolamentata analiticamente. È istituito un albo nazionale tenuto dalla Consob, nonchè commissioni regionali incaricate di curare gli elenchi regionali e di esercitare funzioni disciplinari. La Consob è delegata a dettare i requisiti di onorabilità e professionalità necessari per accedere alla professione, le modalità di svolgimento degli appositi esami di idoneità, le regole di

comportamento dei promotori, i procedimenti disciplinari e le sanzioni.

Gli articoli 8 e 9 contengono, oltre ad alcune articolate deleghe alla Consob e alla Banca d'Italia ad emanare norme regolamentari che disciplinano il comportamento delle SIM, disposizioni in materia di controlli sulle attività svolte dagli intermediari mobiliari.

Quest'ultimo tema ha formato oggetto di ampio dibattito alla Camera. In particolare sono state al centro dell'attenzione le pratiche modalità di esercizio delle competenze di controllo. A tale riguardo, la delega al Ministro del tesoro originariamente prevista dal Senato è stata sostituita da una disciplina diretta legislativa, contenuta nel comma 7 dell'articolo 9. Con essa, chiarito che restano fermi i poteri di vigilanza e di controllo cartolare ed ispettivo previsti dalla legge, si stabilisce che i controlli relativi agli obblighi di informazione e correttezza e alla regolarità delle negoziazioni sugli enti creditizi sono effettuati dalla Banca d'Italia su richiesta della Consob e che, analogamente, i controlli di stabilità patrimoniale sulle SIM e sulle società fiduciarie iscritte all'albo sono effettuati dalla Consob su richiesta della Banca d'Italia. Si prevede inoltre (comma 8) che, nei casi di necessità, ciascuna delle due autorità mantenga la competenza di esercitare direttamente i poteri di vigilanza di cui al comma 1 dell'articolo 9, che, secondo quanto già stabilito dal Senato, ripartisce le competenze di controllo in base al criterio della finalità dello stesso.

L'effettiva portata di queste norme, anche perchè frutto di successive rielaborazioni, può a prima vista apparire oscura. Richiede pertanto uno sforzo interpretativo da esercitare avendo presenti le finalità che l'ispirano.

Innanzitutto il comma 7 in esame non mette in discussione il principio della ripartizione delle competenze di controllo in base al criterio finalistico; tuttavia a questo principio viene apportato, per ragioni di ordine pratico compendiabili nell'esigenza espressamente menzionata di evitare duplicazioni di controlli, un correttivo che consiste nell'attribuire alle autorità – elettivamente preposte, rispettivamente, al comparto bancario e mobiliare – lo svolgimento in via ordinaria delle attività di controllo sulla base del criterio della ripartizione «per soggetti». Infine, in ordine a situazioni particolari, è previsto che il criterio generale stabilito al comma 1 riprenda vigore consentendo a ciascuna autorità l'esercizio diretto dei propri poteri.

Questo particolare meccanismo rende del tutto coerente il dettato normativo, in quanto, anche se è previsto che controlli vengano di fatto svolti secondo la natura dei soggetti, il richiamo ai poteri e alle competenze di controllo di cui all'inizio del comma 7 è funzionale al disposto del comma successivo, che, come appena accennato, in situazioni eccezionali ripristina il controllo diretto delle due autorità.

In conclusione, la norma – anche per il carattere tassativo con cui è formulata («i controlli ... sono effettuati ... su richiesta») comporta per la Consob e la Banca d'Italia un obbligo reciproco di richiedere l'una all'altra l'esercizio materiale delle proprie competenze di controllo nei confronti dei diversi soggetti e che il regime di vigilanza ordinaria sia quello risultante dall'attribuzione, su richiesta dell'altra autorità, delle relative competenze.

Si ritiene che solo così intesa la norma consenta di superare, da una parte, i problemi connessi alla ripartizione delle competenze tra le autorità di vigilanza e, dall'altra, ogni possibile duplicazione di controlli e, corrispondentemente, di oneri a carico dei soggetti vigilati.

Una seconda novità di rilievo contenuta nell'articolo 9 è quella della fissazione di un termine di novanta giorni per l'adozione da parte della Consob e della Banca d'Italia degli atti da rilasciare su istanza dei soggetti interessati. Scadendo il termine senza che le istanze siano espressamente respinte, gli atti si intendono rilasciati, secondo il criterio del silenzio-assenso.

Un quarto gruppo di articoli (articoli 13-15) detta disposizioni in materia di provvedimenti cautelari e sanzioni, nonchè di misure di tutela dei crediti vantati dai clienti nei confronti degli intermediari mobiliari. Si rilevano in proposito quattro principali novità. È in primo luogo arricchita la varietà di misure preventive e repressive nei confronti delle violazioni alle norme sull'attività di intermediazione mobiliare (sospensione di singole attività svolte dall'intermediario, nomina di un commissario preposto alla tutela patrimoniale dei clienti di una SIM cancellata dall'albo, affidamento ad altra SIM della gestione di attività la cui prosecuzione sia ritenuta necessaria, scioglimento degli organi amministrativi, eccetera. Viene inoltre inasprita la misura massima delle sanzioni pecuniarie amministrative e penali, portata a 200 milioni di lire. È soppressa la fattispecie dell'amministrazione infedele. La copertura del fondo nazionale di garanzia viene infine estesa ai crediti vantati dai clienti di ogni soggetto autorizzato all'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare e non solo delle SIM.

Gli articoli che vanno dal 16 al 19 disciplinano l'esercizio da parte di soggetti diversi dalle SIM, in particolare banche e società fiduciarie, di alcune delle attività di intermediazione previste dall'articolo 1 e dettano disposizioni transitorie.

Viene concessa alle fiduciarie di esercitare a tempo indeterminato, anzichè solo per un biennio, l'attività di gestione patrimoniale in nome proprio e per conto di terzi, sia pure nell'osservanza di alcune disposizioni qualificanti della legge.

Viene concesso agli agenti di cambio usciti di ruolo dal 31 luglio 1985 di partecipare alle SIM fino a tutto il 1992.

Viene altresì poco opportunamente posticipata di dodici mesi l'entrata in vigore delle norme sulla concentrazione degli scambi. Infine, fanno la loro comparsa nell'articolo 18 alcuni nuovi paragrafi che riconoscono agli ex dipendenti degli agenti di cambio un diritto di assunzione prioritaria da parte delle SIM ammesse in borsa.

Novità figurano anche sotto il titolo secondo del disegno di legge.

All'articolo 20, relativo alle modalità di negoziazione dei valori mobiliari quotati e all'istituzione di mercati anche locali di titoli non quotati, risultano soppressi i poteri del Ministro del tesoro e del CICR, che già al Senato avevano suscitato perplessità.

Nell'articolo 21 il Ministro del tesoro è viceversa delegato a disciplinare con proprio regolamento il mercato dei cambi. Valgono a questo proposito le considerazioni già svolte circa la necessità di meglio definire dove sia localizzato questo mercato.

L'articolo successivo introduce importanti disposizioni di carattere operativo. Viene tra l'altro prescritta la liquidazione, a mezzo stanze di compensazione, di tutte le operazioni su valori mobiliari concluse tra soggetti autorizzati. Consob e Banca d'Italia sono poi autorizzati a istituire e disciplinare una cassa di compensazione e garanzia incaricata di garantire il buon fine e la compensazione dei contratti.

Alcuni dubbi interpretativi – su cui conviene soffermarsi – sollevano le disposizioni di cui all'articolo 23, riguardanti il mercato a termine di strumenti finanziari.

A parte la pleonastica aggettivazione di contratti «uniformi» a termine, l'oscura descrizione delle operazioni consentite agli enti creditizi partecipanti e la non immediata evidenza del richiamo alla stanza di compensazione di cui alla lettera *f*) del comma 2, non è chiara la portata dell'ultimo comma, il quinto, e del rinvio all'articolo 21 contenuto nel comma 2. Il rischio è che queste ultime norme vengano intese come deleghe in bianco attribuite al Ministro del tesoro, in deroga assoluta a quanto disposto in generale circa i contratti a termine su strumenti finanziari, e che lo svolgimento delle negoziazioni in parola su titoli di Stato e valute sia autorizzato solo esternamente all'ambito delle borse valori, con la partecipazione di intermediari diversi da quelli ivi ammessi, con liquidazione dei contratti presso istituti differenti dalla cassa di compensazione e garanzia, con modalità organizzative difformi da quelle caratteristiche dei principali mercati *futures* e *options* esteri – eventualmente secondo l'assetto organizzativo semiprivatistico del mercato secondario dei titoli di Stato – e sotto l'egida esclusiva del Tesoro, che – si rammenti – è anche emittente dei titoli in oggetto (titoli di Stato), o comunque ha un forte interesse istituzionale all'andamento dei prezzi (nel caso delle valute estere).

Parlo di rischio soprattutto perchè la segmentazione dell'istituendo mercato derivato in due o tre comparti, con diverse regole e modalità organizzative, è ingiusitificata da un punto di vista economico e potrebbe tradursi, stante la forte concorrenza esercitata dai mercati esteri (Liffe di Londra, Matif di Parigi e Dtb di Francoforte), nella loro asfissia – soprattutto di quelli di borsa e di quello sui cambi – per carenza di affari.

Si ritiene pertanto che in proposito sia opportuno impegnare il Ministro del tesoro – a cui peraltro correttamente viene riconosciuto, per ragioni di coordinamento con la politica del Governo, il potere di istituire il mercato in parola dei titoli di Stato e di regolamentare quello delle valute – a disciplinare lo svolgimento delle negoziazioni dei contratti a termine sui titoli di Stato e sulle valute nel rispetto sostanziale dei criteri organizzativi indicati nei commi 1 e 2 dell'articolo 23. Pertanto, il richiamo al decreto del Presidente della Repubblica 29 dicembre 1987, n. 566, operato al comma 5 dell'articolo 23 in oggetto, va inteso come delega al Tesoro a dettare una disciplina specifica, ispirata a princìpi e criteri anche particolari (l'articolo 1 del decreto del Presidente della Repubblica 29 dicembre 1987 recita per esempio: «Il decreto del Ministro del tesoro assicurerà che le negoziazioni dei titoli emessi o garantiti dallo Stato siano consentite ad un numero di soggetti sufficientemente ampio per garantire una

effettiva concorrenza»), integrativi rispetto a quelli previsti dalla legge sulle SIM, purchè coerenti con essi.

L'articolo 24 accoglie sostanzialmente le disposizioni elaborate, e non potute approvare dal Senato per mancanza di tempo, relative all'istituzione di un consiglio di borsa nazionale, che subentrerà agli organi locali (comitati direttivi, commissioni per il listino, deputazioni di borsa, camere di commercio) nell'esercizio delle funzioni amministrative e tecniche previste dalla legge o delegate dalla Consob.

Perplessità solleva in proposito il ruolo perdurante riconosciuto al consorzio camerale per le borse valori dall'articolo 20, comma 4 (facoltà di determinazione annuale delle tariffe dei diritti di borsa, già competenza delle camere di commercio) e dall'articolo 24, comma 2 (designazione di un suo rappresentante nel consiglio di borsa). In assenza di queste attribuzioni legislative, peraltro di modesto rilievo sostanziale, il consorzio si sarebbe probabilmente dovuto sciogliere ai sensi dell'articolo 2611 del codice civile in quanto privo di ragion d'essere, venendo meno le competenze delle camere di commercio sul mercato borsistico che ne erano all'origine. Il Ministro dell'industria ne autorizzò infatti la costituzione proprio per consentire alle camere di commercio di coordinare e svolgere in forma associata «le funzioni esercitate in materia di borse valori» (decreto del 3 luglio 1986).

Si osservi che tra queste ultime funzioni figura anche quella di approntare direttamente, o attraverso concessione, il servizio telematico di borsa. Atteso che al consiglio di borsa verrà «trasferita la titolarità dei poteri e delle attribuzioni già spettanti alle camere di commercio» e che la Consob non potrà delegare funzioni in materia di organizzazione e funzionamento delle borse valori se non al consiglio di borsa (articolo 24, comma 1), è logico arguire che anche il sistema telematico verrà a trovarsi sotto l'egida del nuovo organismo. Al consorzio resterà, oltre alla dotazione patrimoniale attribuitagli dalla legge 1° agosto 1988, n. 340, per il triennio 1988-1990, la mera funzione di determinare (non anche incassare) i diritti di borsa e di esprimere un proprio rappresentante in seno al consiglio. Si tratterà in sostanza di un ente con limitatissimi poteri, ancorchè ben patrimonializzato; una sorta di «ente inutile», la cui sopravvivenza nell'ordinamento borsistico non trova fondamento in interessi di ordine generale e che si sarebbe dovuto sopprimere contestualmente all'istituzione del consiglio di borsa, anche per liberare risorse finanziarie utili alla copetura dei fabbisogni che graveranno sul consiglio di borsa.

A quest'ultimo proposito l'articolo 24 del disegno di legge in oggetto, al comma 4, detta alcune sintetiche disposizioni. È previsto che il consiglio di borsa copra i propri fabbisogni imponendo oneri alle categorie di intermediari in esso rappresentate, cioè SIM e banche. Viene a cadere con ciò il regime di trasferimenti di risorse fino ad oggi vigente. L'articolo ricordato parla tuttavia di «categorie di intermediari». Sembrerebbero dunque esclusi dall'onere di finanziare il consiglio di borsa – non si capisce però per quale ragione – le società con titoli quotati, pure in esso rappresentate. Senonchè, il comma 1 del medesimo articolo dispone, come già richiamato, che al consiglio di borsa sia «trasferita la titolarità dei poteri e delle attribuzioni già spettanti alle camere di commercio, eccetera». Tra questi poteri figura,

come già accennato, anche quello di incassare i diritti per il rilascio delle tessere di ingresso (articolo 25 del regio decreto 4 agosto 1913, n. 1068), per la quotazione dei titoli (articolo 7 del regio decreto 4 gennaio 1925, n. 29) e per l'uso di telefoni, tavoli e altri servizi di borsa (articolo 7 da ultimo citato); e questi diritti gravano, oltre che su agenti di cambio e banche, anche su altre categorie di intermediari (commissionarie, eccetera) e soprattutto sulle società emittenti. Si è dunque in presenza, a quanto sembra, di un difetto di coordinamento del testo legislativo.

Si ritiene che tale incoerenza andrebbe rimossa in occasione di un prossimo intervento legislativo. Il rischio, in caso contrario, è che risulti impossibile la riscossione dei diritti di borsa da parte del consiglio o di chicchessia e insufficiente, per l'assolvimento delle funzioni del consiglio di borsa, l'apporto finanziario dei soli intermediari. La conseguenza più plausibile sarebbe quella di un differimento della data di avvio dell'attività del consiglio di borsa (possibile ai sensi dell'articolo 24, comma 5) e l'anacronistica ma inevitabile persistenza dell'attuale organizzazione degli organi locali.

Per concludere, va ricordato che il nuovo articolo 25 detta disposizioni in materia di diffusione di dati di borsa; l'articolo 26 prevede che il Governo, decorsi tre anni dall'entrata in vigore della legge, riferisca in Parlamento sulla sua attuazione; l'articolo 27 abroga le norme incompatibili ed estende le leggi relative agli agenti di cambio, in quanto compatibili, all'attività delle SIM (ciò, tra l'altro, renderà applicabili a queste ultime le norme in materia di liquidazione coattiva di borsa) e l'articolo 28 dispone l'entrata in vigore della legge.

Un confronto tra il testo messo a punto dalla Commissione finanze della Camera, quello licenziato dal Senato e quello presentato in origine dal Governo può essere condotto a vari livelli.

Un primo tipo di raffronto è meramente esteriore. È facile accertare, in proposito, che l'estensione delle tre successive stesure è cresciuta secondo una progressione aritmetica.

Un secondo livello di confronto, più significativo, può riguardare l'ampiezza dell'ambito applicativo delle disposizioni contenute nelle differenti versioni del provvedimento. In questo senso si registra un deciso ampliamento tra la prima e la seconda stesura (attraverso l'istituzione delle società di intermediazione mobiliare e non semplicemente di borsa, la disciplina del conflitto di interessi, la regolamentazione dell'attività di gestione, le regole di comportamento degli intermediari, la concentrazione degli scambi, la disciplina delle modalità di contrattazione anche di titoli non quotati ufficialmente, l'istituzione del mercato a termine), mentre la terza apporta ulteriori integrazioni (regolamentazione dei promotori finanziari, disciplina del mercato delle valute, istituzione del consiglio di borsa).

Si può asserire che tra la prima e la seconda versione si sia realizzato il passaggio da un provvedimento meramente modificativo dello stato giuridico degli intermediari di borsa a una organica legge di settore (del settore dell'intermediazione mobiliare, la cui stessa nozione acquista cittadinanza nel nostro ordinamento giuridico grazie al provvedimento in parola), in quanto istituitiva di nuovi intermediari (SIM) e di nuovi mercati (mercato dei *futures* e delle *options*, terzi

mercati anche locali), disciplinante per la prima volta l'attività di intermediazione mobiliare (nel suo complesso, nelle sue varie articolazioni e nei suoi profili più delicati – conflitto di interessi, regole di negoziazione, poteri di vigilanza e sanzioni –) e modificante non secondari aspetti tecnico-operativi del funzionamento della borsa valori (disciplina delle modalità di contrattazione, riforma delle procedure di liquidazione dei contratti, adozione di un circuito telematico, eccetera). Con la successiva elaborazione la Camera ha completato (con la disciplina dei promotori finanziari, l'istituzione del consiglio di borsa, eccetera) e perfezionato in molti particolari un disegno legislativo di per sè già ben abbozzato.

Una terza forma di comparazione può infine concernere il grado di coerenza interna e di adeguatezza rispetto a obiettivi di natura generale che caratterizza le singole versioni del provvedimento. Siamo con ciò al piano della valutazione formale e di merito delle norme di legge, che chiama in gioco anche le sottese opzioni di politica economica e del diritto.

In proposito si può osservare quanto segue. Gli obiettivi ultimi del provvedimento sembrano essere tre, gli stessi che caratterizzano altri progetti legislativi allo studio del Parlamento o leggi già emanate come la legge n. 216 del 1974 o la legge sui fondi comuni di investimento mobiliare: *a*) dare più completa attuazione all'articolo 47 della Costituzione («La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare... al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese»); *b*) promuovere una crescita del mercato mobiliare, azionario in particolare, a servizio dei fabbisogni finanziari delle imprese; *c*) consentire un ammodernamento delle strutture operative e di intermediazione del settore, per evitare una migrazione di risorse finanziarie all'estero, che sarebbe patologica in quanto derivante dalla sola arretratezza dei servizi di investimento offerti internamente.

Tali finalità vengono perseguite dal provvedimento in esame attraverso una serie di interventi specifici, riassumibili nei termini seguenti:

1) per tutelare l'investitore da frodi, abusi o negligenze da parte dell'intermediario viene dettata una disciplina cogente dell'attività di intermediazione mobiliare, corredata da attribuzioni in materia di sorveglianza e da sanzioni amministrative e penali, disposta per legge sul piano dei princìpi e da attuare in dettaglio per via regolamentare. A presidio della trasparenza e correttezza che dovrà informare i rapporti con i clienti è altresì imposto all'intermediario il triplice obbligo di effettuare sui mercati regolamentati gli scambi su titoli ivi negoziati, di astenersi dall'eseguire all'insaputa del cliente operazioni per le quali egli si trovi in conflitto di interessi e di strutturare la propria attività di impresa secondo lo schema organizzativo dei *chinese walls*; la sicurezza degli investimenti verrà inoltre rafforzata dall'adesione obbligatoria degli intermediari a un fondo nazionale di garanzia;

2) l'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare, per sua natura altamente fiduciaria, è riservata a soggetti autorizzati pubblicamente, in possesso di idonei requisiti organizzativi e professionali;

3) viene ricondotta a uno o a pochi tipi fondamentali, per esigenze di più efficace sorveglianza, la varietà di soggetti attualmente operanti nel settore;

4) è consentito, sull'esempio dei principali ordinamenti stranieri e per favorire lo sviluppo di una robusta struttura di intermediazione, l'esercizio congiunto delle varie forme di attività di intermediazione mobiliare;

5) si intende migliorare la qualità dei servizi di investimento offerti nel nostro paese stimolando una maggiore concorrenza tra gli intermediari. A tal fine viene abrogato il regime delle commissioni fisse, oggi vigente per lo meno per le negoziazioni di borsa, e viene prevista l'apertura del capitale delle istituende SIM, a periodo transitorio concluso, alla libera partecipazione di persone fisiche e giuridiche italiane o estere, imprese finanziare o industriali, senza limitazioni di sorta, salvo la prescrizione ai soci del requisito dell'onorabilità e il divieto per esso di ostacolare la gestione indipendente, sana e prudente della società di intermediazione;

6) per ragioni di ordine precauzionale si riserva alle istituende SIM, non anche agli enti creditizi, l'attività di diretta negoziazione in borsa e nel mercato ristretto;

7) per migliorare la trasparenza delle negoziazioni su valori mobiliari, per aumentare le dimensioni e l'efficienza del mercato borsistico e per restringere gli spazi di manovra degli *insiders*, l'obbligo della concentrazione viene esteso agli investitori istituzionali (aziende ed istituti di credito, fondi di investimento, compagnie di assicurazione, società finanziarie e fiduciarie);

8) viene prevista l'istituzione di un mercato di *futures* e di *options* per arricchire la gamma degli strumenti finanziari disponibili nel nostro paese, finalizzati in particolare alla gestione del rischio;

9) viene infine adeguata la struttura organizzativo-operativa del mercato borsistico, nuovamente sull'esempio delle principali piazze estere, mediante: l'istituzione di un consiglio di borsa nazionale che raggruppi le varie competenze oggi spettanti a trenta organi locali; la creazione di una cassa di compensazione e garanzia, chiamata a dare maggior sicurezza di contropartita e di esecuzione ai contratti conclusi; l'imposizione di procedure obbligatorie in materia di liquidazione delle operazioni.

Volendo valutare la coerenza interna ed esterna del disegno di legge in oggetto, cioè relativa agli obiettivi e alle opzioni sopra enunciate, si ritiene in conclusione di poter asserire che il testo elaborato dalla Camera evidenzia un progresso rispetto a quello approvato dal Senato, sebbene talune disposizioni sopra segnalate necessiterebbero, quanto meno, di un intervento interpretativo.

Il preminente interesse a una rapidissima approvazione del disegno di legge, la convinzione della sua sostanziale adeguatezza rispetto ai problemi posti dall'evoluzione del mercato mobiliare e tuttavia l'esigenza di correggere alcune incoerenze e difetti presenti nel testo licenziato dalla Camera consiglia un approccio parzialmente analogo a quello sperimentato in occasione dell'approvazione della legge 30 luglio 1990, n. 218, sulla «Ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico».

L'ipotesi è quella di formulare, contestualmente all'approvazione del provvedimento, un ordine del giorno che impegni il Ministro del tesoro ad attuare le deleghe di sua competenza nel rispetto di appositi criteri interpretativi, che chiarisca l'effettiva portata delle disposizioni in materia di controlli nel senso che queste ultime, per evitare duplicazioni ed oneri eccessivi per gli intermediari, debbono effettivamente portare all'istituzione di un sistema di vigilanza imperniato, in via ordinaria, su una ripartizione di competenze «per soggetti». Lo stesso ordine del giorno dovrebbe impegnare il Governo a integrare le norme di legge ritenute incomplete con successivi appropriati interventi legislativi.

In particolare, la materia su cui sembra possibile, ovvero legittimo ed efficace, esprimere criteri che siano vincolanti per il Ministro del tesoro attiene al mercato derivato dei titoli di Stato e delle valute. L'aspetto che dovrebbe costituire oggetto di successivo intervento chiarificatore da parte del Governo, da impegnare in questo senso, potrebbe essere quello del soggetto titolare della riscossione dei diritti di borsa. Nell'ordine del giorno potrebbe altresì essere precisato che la deroga alla concentrazione accordata alle negoziazioni intragruppo vertenti su titoli quotati non pregiudica la possibilità, anzi l'urgenza, di dettare norme specifiche per il passaggio di proprietà, anche intragruppo, di pacchetti di controllo, come già indicato dal Senato nel disegno di legge sulle OPA.

PRESIDENTE. Ringrazio il senatore Triglia per la relazione ampia e puntuale che egli ha svolto, nonostante il tempo brevissimo che ha avuto a disposizione. La relazione fa onore alla tradizione della Commissione finanze e tesoro del Senato che ha affrontato la materia al nostro esame sempre con notevole diligenza.

Questo provvedimento rappresenta una tappa importante di una vicenda parlamentare iniziata più di dodici anni fa in Commissione, come ha evidenziato del resto il relatore.

Dichiaro aperta la discussione generale.

BRINA. Signor Presidente, onorevoli colleghi, un provvedimento come quello al nostro esame, di grande portata, avrebbe richiesto molto più tempo e una documentazione più completa e dettagliata. Avremmo anche avuto bisogno di un testo di raffronto; purtroppo ciò non è stato possibile.

Il disegno di legge n. 953-B reca disposizioni per la disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e per l'organizzazione dei mercati mobiliari; esso torna all'esame di questo ramo del Parlamento, dove era stato esaminato in prima lettura, dopo molti mesi. Il Senato approvò questo testo dopo un *iter* durato tredici mesi che portò ad alcune modifiche del disegno di legge presentato dal Governo. I tempi, come ho già detto, sono stati lunghi anche considerata la complessità della materia.

Il confronto scaturito ha interessato, oltre alle forze politiche, i diversi operatori economici coinvolti attraverso le audizioni, studiosi ed esperti, nonchè la stampa specializzata. Sotto il profilo del dibattito democratico, dell'approfondimento scientifico e della concreta espe-

rienza, i 33 mesi trascorsi dall'avvio dell'*iter* parlamentare hanno portato ad un arricchimento culturale collettivo. I primitivi giudizi sommari hanno dovuto, all'atto pratico, fare i conti con la oggettiva complessità della materia; lo prova il fatto che il testo uscito dalla Camera, pur arricchendo in alcune sue parti il provvedimento licenziato dal Senato, mantiene immutata l'organicità dell'impianto e i principi ispiratori del testo da noi licenziato che sono: l'allargamento del mercato mobiliare italiano, la concentrazione delle contrattazioni, la trasparenza, la difesa del soggetto più debole (nel caso specifico il risparmiatore singolo), il conflitto di interessi, la sostituzione dell'attuale regime monopolistico dell'intermediazione di borsa con un regime concorrenziale.

L'obiettivo più volte riaffermato dal Gruppo comunista era e resta, in definitiva, quello di rimarcare la centralità dei mercati pubblici organizzati per esaltare, grazie al principio della concentrazione degli scambi, la trasparenza delle negoziazioni - attraverso anche la regolamentazione delle «scalate», delle offerte pubbliche e dell'*insider trading* - e l'affidabilità complessiva del mercato: in sintesi, occorre fornire al risparmiatore maggiori opportunità e più ampie garanzie.

Sui mercati borsistici, infatti, interagiscono più fattori in continua evoluzione, dal sistema informatico che consente di globalizzare il mercato e di renderlo continuo, alle dinamiche degli scambi dell'economia reale legate a loro volta alle mutevoli politiche interne ed estere di ogni paese, ai loro bilanci pubblici, al grado di indebitamento raggiunto, alle tensioni o aspettative sociali che maturano e si determinano. Le borse, nel loro essere nervo sensibile dell'evoluzione economica, sociale e tecnologica, vivono direttamente la tensione delle trasformazioni in atto e questo rende quasi impossibile, anche per le piazze più evolute, consolidare esperienze e collaudare modelli operativi.

Le borse sono il luogo dove si sperimentano dal vivo i mutamenti determinati dai convulsi processi di finanziarizzazione dell'economia conseguenti all'intensificarsi degli scambi e alla formazione di un mercato unico mondiale.

Il tentativo, quindi, di definire e perfezionare strumenti finanziari atti a favorire l'allargamento dei soggetti potenzialmente interessati e con essi l'estensione del mercato si configura ovunque come una sperimentazione continua, e quella che oggi può sembrare una verità assoluta domani potrebbe risultare superata e del tutto anacronistica. Liberalizzare il mercato significa, dunque, accentuare gli elementi di imprenditorialità ed il tasso di rischio. Le esperienze fatte dalle borse internazionali ed il dibattito di questi lunghi mesi confermano la giustezza delle direttrici seguite nel corso dei lavori della nostra Commissione: assicurare trasparenza alla contrattazione affinchè i prezzi degli scambi si collochino nell'esatto punto di equilibrio fra domanda ed offerta, concentrazione della contrattazione in un unico luogo, operatori qualificati, regole del gioco prestabilite e valide per tutti, sorveglianza di organi specifici.

Ora, dire che la normativa al nostro esame ha trovato soluzioni perfette rispetto ai diversi aspetti menzionati sarebbe fare un torto alla verità e a noi stessi. Aspetti controversi e contraddittori restano, ad esempio, per quanto riguarda l'unicità del mercato, per il quale sono

previste deroghe sia nella contrattazione dei titoli di Stato, data la tipicità e la dimensione della presenza del Tesoro sui mercati finanziari, sia nella facoltà di effettuare transazioni fuori borsa, se opportunamente autorizzate dall'investitore.

Un altro aspetto controverso, emerso sia in questa sede che alla Camera, è quello relativo ai soggetti preposti alla vigilanza. Su tale tema, infatti, si è determinato uno scontro a volte sordo fra Consob e Banca d'Italia con un sovraffollamento di pretese di controlli che hanno coinvolto lo stesso Ministero del tesoro ed il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio.

Sostituendo la figura professionale dell' agente di cambio con la società di intermediazione mobiliare, nella forma della società per azioni o in accomandita per azioni, aperta agli istituti di credito, alle società finanziarie, alle assicurazioni oltre che a singoli cittadini, la borsa, spalancatasi al sistema bancario, ha portato al coinvolgimento automatico della Banca d'Italia come organo di vigilanza. L'articolo 9, relativo alla vigilanza sulle società di intermediazione mobiliare, dopo aver stabilito che la vigilanza sulle SIM è esercitata dalla Consob per quanto riguarda gli obblighi di informazione e correttezza e la regolarità delle negoziazioni di valori mobiliari e dalla Banca d'Italia per quanto concerne i controlli di stabilità patrimoniale, arriva, nei commi successivi, ad una più marcata separazione dei ruoli, non in base al criterio della finalità dei controlli, ma sulla base dei soggetti: le SIM bancarie controllate dalla Banca d'Italia e quelle non bancarie dalla Consob. Al fine di evitare duplicazioni nello svolgimento di attività di vigilanza, il comma 7 dell'articolo 9 stabilisce che le due autorità possano delegare, l'una all'altra, l'esercizio di particolari controlli nelle materie di propria competenza.

In conclusione, l'istituzione del consiglio di borsa, il potenziamento del fondo di garanzia, l'apertura delle SIM a nuovi soggetti finanziari sono gli aspetti innovativi più significanti introdotti nel provvedimento da parte della Camera.

Sulla base, dunque, di tutte queste considerazioni, sia pur brevi e sommarie, preannuncio il voto favorevole del Gruppo comunista sul disegno di legge n. 953-B, pur rilevando la permanenza di alcuni aspetti problematici e soprattutto l'incompletezza della strumentazione legislativa necessaria per il corretto funzionamento dei mercati finanziari.

PRESIDENTE. Onorevoli colleghi, a causa dei concomitanti lavori dell'Assemblea, è necessario sospendere la seduta.

I lavori vengono sospesi alle ore 10,10 e sono ripresi alle ore 11,35.

PRESIDENTE. Riprendiamo i lavori dianzi sospesi.

CAVAZZUTI. Signor Presidente, onorevoli colleghi, credo che la cosa migliore che noi si possa fare, pur in presenza di dubbi ed incertezze, sia quella di valutare alla prova dei fatti l'adeguatezza della normativa che ci apprestiamo a varare rispetto alle esigenze del mercato mobiliare. In ogni caso, a mio avviso, si tratta di un provvedimento

estremamente significativo, la cui portata è assimilabile all'importanza che ha avuto la legge sulla ristrutturazione degli istituti di credito di diritto pubblico per il settore bancario o la legge *anti-trust* in materia di funzionamento del mercato.

Io credo, dunque, che la cosa migliore sia quella di approvarlo nel testo pervenutoci dalla Camera dei deputati, rendendolo quindi immediatamente operativo, anche perchè esso indubbiamente ha un carattere fortemente innovativo anche dal punto di vista culturale e delle abitudini dei nostri intermediari. Pertanto, ritengo che il Senato abbia fatto bene, agli inizi del 1988, a prendere come base lo scarno provvedimento che ci aveva presentato il Ministro del tesoro di allora e ad ampliarlo nelle direzioni – a tutti nota – della polifunzionalità, della concentrazione, dei conflitti di interessi, della vigilanza, eccetera.

Detto questo, vorrei soffermarmi brevemente sul lavoro svolto dalla Camera rispetto a quello fatto al Senato, senza voler entrare nei particolari di una serie di affinamenti e aggiustamenti, e in alcuni casi anche di inutili complicazioni e di un eccesso di legificazione.

Avrei preferito un testo più snello proprio per i motivi che ho prima indicato, ossia che dovendolo verificare alla prova dei fatti, probabilmente, un testo meno codificato sarebbe stato più opportuno, anche se non se ne può dare per questo un giudizio negativo.

La Camera ha introdotto alcune modifiche positive ed altre negative rispetto al testo trasmessole dal Senato. Le due modifiche che a mio avviso hanno sostanzialmente peggiorato il testo licenziato dal Senato riguardano, come ha ricordato poco fa il senatore Triglia, innanzitutto la soppressione della norma sulla sanzione penale per l'amministratore infedele. Si tratta di una norma presente in quasi tutti gli ordinamenti; ricordo che al Senato la Commissione giustizia aveva approvato all'unanimità l'introduzione di questa sanzione penale. Contro l'introduzione di questa norma, come abbiamo avuto modo di apprendere dalla stampa, si sono dichiarati molti intermediari anche provenienti dal mondo bancario. L'atteggiamento di questi operatori per la verità tradiva una certa miopia che deriva forse anche da una certa impreparazione a gestire un provvedimento di questo genere.

Il dibattito che ha portato alla Camera a sopprimere questa norma rivela, al di là del fatto specifico, una mentalità provinciale da parte dei nostri intermediari, assai preoccupante, per la verità, rispetto alle sfide che dovranno affrontare a partire dal 1992. Dovremo riconoscere la completa liberalizzazione dei movimenti di capitale anche a breve; e l'adozione, prima o poi, delle due direttive concernenti tale liberalizzazione lasceranno morti e feriti sul campo italiano, tenuto conto della propensione domestica dei nostri intermediari. Come ho già detto, l'abrogazione di quella norma, fatta dietro queste pressioni, descrive il carattere localistico e la cultura che definirei agreste o pastorale di molti nostri intermediari.

Un giudizio altrettanto negativo può essere espresso per quanto concerne le disposizioni, introdotte dalla Camera, riguardanti le società fiduciarie. Rinviare la soluzione dei problemi relativi a tale settore fino alla attuazione di una riforma che è da venire è un modo elegante per dire che la riforma non si farà mai.

I colleghi sanno che il problema delle fiduciarie è strettamente connesso ai problemi del riciclaggio del denaro sporco, come leggiamo dai rapporti delle Nazioni Unite, come si è detto quando abbiamo avuto in esame il provvedimento sul riciclaggio e monitoraggio dei movimenti di capitale, come leggiamo nelle relazioni della Commissione antimafia. Al di là di molte fiduciarie costituite da persone oneste, il sistema completamente deregolamentato delle fiduciarie le rende strumento, in alcuni casi forse ad insaputa delle stesse, di operazioni non trasparenti.

Imporre perciò alle fiduciarie di adottare entro due anni tutte le norme di controllo e trasparenza in materia di mercato mobiliare sarebbe stata una operazione ben più felice per la tenuta di questo provvedimento.

Mi pare invece che la Camera abbia introdotto due innovazioni, rispetto al testo del Senato, di carattere positivo. Devo tuttavia ricordare che una di queste innovazioni, ossia la riscrittura dell'articolo 1 del provvedimento, nel quale si stabilisce una definizione generale della attività di intermediazione mobiliare, e le disposizioni di cui all'articolo 7 in materia di vigilanza rappresentano un felice ritorno a ipotesi discusse in Senato. A lungo, infatti, ci siamo soffermati sull'ipotesi di riscrivere il provvedimento, una volta che lo avevamo messo a punto, per una definizione generale dell'attività e dei soggetti che erano autorizzati a svolgere tale attività. Nel corso del dibattito in Commissione riscrivemmo più di una volta il testo e da tutti furono espressi apprezzamenti positivi sull'intenzione di impostare nuovamente in via generale il provvedimento, ma alla fine la stanchezza prevalse, per cui bene ha fatto la Camera , e dobbiamo dare atto al presidente Piro di aver sottolineato nella sua relazione generale l'opportunità di procedere ad una definizione di leggi-princìpi. Forse è corretto definire prima in via generale cosa si intende per attività di intermediazione mobiliare.

La seconda opportuna modifica introdotta dalla Camera mi riempie di particolare soddisfazione perchè le disposizioni di cui all'articolo 9, comma 7, recepiscono sostanzialmente il contenuto di una proposta emendativa da me presentata in questa Commissione, e di cui discutemmo a lungo. Riesaminando la documentazione, ho trovato un interessante verbale della seduta della Commissione del 9 febbraio 1989. In quella seduta il senatore Triglia con l'emendamento 17.0.1 ed io con l'emendamento 4.1.2 avevamo impostato il problema della vigilanza come poi la Camera ha fatto. Il verbale riferisce che il relatore Triglia, pur ritenendo opportuna la distinzione per finalità in materia di predisposizione delle norme, per quanto riguarda i controlli circa l'applicazione di tali regole afferma che le due istituzioni, di comune accordo, potranno dividere i propri compiti di vigilanza (il controllo sulle SIM alla Consob e quello sulle banche alla Banca d'Italia).

Era la medesima proposta che io avevo avanzato.

Quello che ho citato, ripeto, era l'emendamento 17.0.1 del senatore Triglia che nella disposizione del testo veniva collocato in fondo al provvedimento, cui corrispondeva un emendamento a mia firma, di contenuto analogo, in cui si sosteneva che, poichè nulla impedisce di distinguere fra chi predispone le norme e chi le fa applicare, l'elaborazione delle disposizioni sulla stabilità poteva essere affidata alla

Banca d'Italia, ma il controllo sulla loro applicazione, nell'ambito delle SIM, deveva essere esercitato dalla Consob. Il resoconto è fedele nel riportare le posizioni che, in Commissione, venimmo assumendo sia io che il relatore Triglia con grande apprezzamento degli altri membri della Commissione, sulle quali però sin da allora si manifestò l'opposizione del sottosegretario Sacconi che – come risulta dal verbale – espresse alcune perplessità su una simile impostazione.

Ho voluto ricordare tutto questo perchè mi pare che oggi il comma 7 dell'articolo 9 recepisca sostanzialmente il contenuto delle proposte che avanzammo in prima lettura e che poi in parte abbandonammo, senza insistere, stante la contrarietà del Governo, il quale, facendoci notare come avessimo già imposto le nostre soluzioni riguardo ad altri importanti temi (polifunzionalità, concentrazione, conflitto di interessi, eccetera), ci chiese di mantenere l'impostazione governativa almeno in materia di vigilanza. Pertanto, pur avendo allora acconsentito, come tutti, a tale richiesta, ritengo opportuna la correzione apportata dall'altro ramo del Parlamento, la quale – ripeto – riproduce, quasi letteralmente, il testo delle proposte emendative da noi presentate e quindi su di essa non posso che esprimere un giudizio positivo.

Sempre a questo proposito, poi, debbo aggiungere che concordo con l'ipotesi prospettata dal relatore di affidare ad un ordine del giorno una sorta di interpretazione autentica della disposizione in questione che, nella formulazione attuale, potrebbe effettivamente dar luogo ad incertezze. In sostanza, va chiarito che occorre distinguere due livelli, quello della predisposizione delle norme in materia di vigilanza, che non può che essere rimessa alla competenza delle due autorità (Banca d'Italia e Consob) secondo una ripartizione per finalità, e quello operativo, quotidiano, relativo al controllo sull'applicazione da parte degli operatori delle disposizioni stabilite che, tranne casi eccezionali, verrà effettuato sulla base del criterio della ripartizione per soggetti. Ciò al fine di evitare duplicazioni nello svolgimento dell'attività di vigilanza e di caricare di eccessivi oneri gli operatori.

In pratica, questo vuol dire che i controlli relativi agli obblighi di informazione e correttezza ed alla regolarità delle negoziazioni sulle aziende ed istituti di credito autorizzati saranno effettuati dalla Banca d'Italia su richiesta della Consob, mentre i controlli di stabilità patrimoniale sulle SIM e sulle società fiduciarie verranno effettuati dalla Consob su richiesta della Banca d'Italia.

Questa è dunque l'interpretazione che io do della norma e che vorrei fosse recepita, se i colleghi sono d'accordo, nell'ordine del giorno. D'altra parte, mi pare che quella individuata sia una soluzione dettata da grande buon senso, che non prefigura la vittoria o la sconfitta di alcuno, bensì semplicemente un sistema ben ordinato dove, a regime, la vigilanza, nei fatti, è condotta per soggetti ma sulla base di norme dettate per finalità, riservandosi, ovviamente, a situazioni del tutto eccezionali il doppio controllo sui soggetti da parte dei due organi di vigilanza. Certo, avrei preferito che tali chiarimenti fossero intervenuti attraverso una modifica legislativa, ma mi rendo conto dell'inopportunità, da un punto di vista politico, di un rinvio del provvedimento all'altro ramo del Parlamento e quindi acconsento alla proposta avanzata dal senatore Triglia di utilizzare, a tal fine, lo strumento dell'ordine del giorno.

Altri fatti di dettaglio mi pare non valga la pena di richiamare; vorrei soltanto dire, prima di concludere, un'ultima cosa a proposito delle camere di commercio, che da sempre considero enti inutili. Ebbene, nel modificare il testo licenziato dal Senato, la Camera, nell'ambito della complessiva regolamentazione dell'intermediazione mobiliare, avrebbe potuto opportunamente sottrarre a tali enti quelle residue competenze che essi ancora posseggono in tale settore.

Si poteva fare dunque qualcosa di più, ma ciò non toglie che il giudizio su questo provvedimento sia sostanzialmente positivo. Mi auguro che la Commissione, dopo aver introdotto sui mercati finanziari un nuovo intermediario, che sarà sicuramente un intermediario con molti costi operativi, in futuro, si preoccupi di ampliare la strumentazione del mercato mobiliare, anche al fine di poter ripartire su un più ampio numero di prodotti i costi che da tale gestione deriveranno.

PRESIDENTE. Onorevoli colleghi, il provvedimento che il Senato si accinge ad approvare riguarda una complessa materia che pare improprio limitare all'istituzione delle società di intermediazione mobiliare. Questa, indubbiamente, costituisce la parte più significativa in una prospettiva a breve termine dell'intero provvedimento, ma va rilevato che il lavoro compiuto ha significativamente superato l'ambito originario del disegno di legge n. 953 presentato dal ministro del tesoro Amato il 23 marzo 1988, il quale mirava esclusivamente e, dichiaratamente, all'obiettivo di porre su nuove basi organizzative, adottando la forma societaria, la tradizionale attività di intermediazione svolta dagli agenti di cambio, ampliando al tempo stesso l'accesso a nuovi soggetti.

Oggi si giunge ad un'altra tappa fondamentale nel processo di definizione della strumentazione normativa relativa ai mercati finanziari del nostro Paese. Il collega Cavazzuti ha giustamente paragonato l'importanza di questo provvedimento a quella della legge bancaria o della legge *anti-trust*.

Poichè ritengo che come legislatori dobbiamo avere il senso della storia parlamentare, credo sia utile, più che richiamare le modifiche apportate, ricordare che si conclude oggi una vicenda che ha avuto il suo momento iniziale nel documento che questa Commissione ha approvato il 7 novembre 1977, a conclusione di una indagine conoscitiva sulla borsa valori in Italia, iniziata da questa Commissione nel 1973. Questo provvedimento riguarda una materia sulla quale i nostri colleghi Segnana, Aletti, Andreatta, Li Vigni e Visentini hanno dato importanti contributi.

Prima di questo provvedimento, vi erano state diverse iniziative parlamentari parallele in materia. Il notevole periodo di gestazione della normativa in esame non è trascorso inutilmente: lungo l'*iter* parlamentare il progetto si è infatti arricchito di nuovi aspetti, catalizzando tanto problemi attinenti l'attività di intermediazione in senso stretto quanto aspetti più generali relativi alla riforma dei mercati.

In primo luogo, per quanto riguarda specificamente le SIM, tale ampliamento ha coinciso con l'attribuzione ad esse di un più vasto ventaglio di attività, che comprende, oltre alla intermediazione pura, anche il collocamento di nuovi titoli, la negoziazione per conto proprio, la gestione di patrimoni mobiliari, la prestazione di consulenza per

investimenti nonchè la vendita di prodotti finanziari mediante l'impiego di reti di promotori di servizi finanziari.

Per tale disciplina la strada scelta è stata quella di puntare ad una legge di princìpi sull'attività di intermediazione mobiliare, delineando poi un intermediario, la SIM appunto, chiamato allo svolgimento di tale attività, pur se spesso in coabitazione con le aziende di credito.

In secondo luogo, la nuova disciplina comprende una vasta serie di norme relative all'organizzazione dei mercati, che introducono anch'esse numerose ed importantissime innovazioni: anzitutto vanno ricordati i nuovi poteri della Consob in tema di mercato telematico e di istituzione di mercati locali; di estremo rilievo è poi l'istituzione di un mercato per la negoziazione di contratti a termine (*options e futures*), come anche, dal punto di vista istituzionale, la creazione del consiglio di borsa.

Siamo dunque in presenza di una vera e propria riforma del mercato mobiliare, sia per quanto riguarda gli intermediari, sia per quanto concerne molte delle sue modalità di funzionamento, e non c'è dubbio che tale riforma comporterà anche significativi cambiamenti nelle stesse forme organizzative degli operatori attualmente presenti sul nostro mercato finanziario.

Chiarita la portata della nuova disciplina, va detto anche che essa sollecita l'approvazione di altre norme, già da tempo all'esame del Parlamento, finalizzate ad irrobustire il novero degli investitori istituzionali e a dettare migliori forme di tutela per chi opera nel mercato finanziario. Nel momento in cui viene delineata una struttura più efficiente per il mercato, sarebbe infatti illusorio pensare che ciò basti a moltiplicare i soggetti che in esso operano o a introdurre comportamenti più trasparenti di quelli passati.

In questo caso, il riferimento d'obbligo va ai provvedimenti istitutivi di fondi chiusi e fondi immobiliari e ai disegni di legge riguardanti le offerte pubbliche di acquisto e l'*insider trading*. A questi obiettivi può essere aggiunta l'urgenza di un'iniziativa per la creazione di fondi pensione, del resto sollecitata recentemente anche dal Governatore della Banca d'Italia.

Per quanto riguarda la lunga vicenda parlamentare del provvedimento in questione, va rilevato che il lavoro della Camera dei deputati ha indubbiamente contribuito ad arricchire la portata dello stesso, ad esempio con l'introduzione delle norme sui promotori di servizi finanziari o con quelle sul consiglio di borsa.

Sui punti maggiormente rilevanti – e in particolare sull'obbligo di concentrazione degli scambi – la Camera ha invece confermato, sia pure con alcune correzioni talvolta poco comprensibili, le soluzioni adottate dal Senato.

Sulla *vexata quaestio* della vigilanza sulle SIM si deve infine osservare che, dopo estenuanti discussioni, si è da ultimo verificato un sostanziale riallineamento sulle posizioni contenute nel testo licenziato in prima lettura dal Senato fin dal 27 aprile 1989.

È allora lecito ritenere che parecchi ritardi erano evitabili, e questo sarebbe stato tanto più apprezzabile in un momento nel quale il mercato di Londra sottrae scambi al mercato nazionale, al punto di far dire ad un autorevole commentatore che vi è una emigrazione dalla borsa.

Vorrei però ricordare che la legge del 1913 che regolamentava tale materia impiegò ben cinque anni per essere approvata: in un intervento in Aula del 12 maggio 1913, Francesco Saverio Nitti sollecitava una riforma del mercato mobiliare, affermando che era giunto il momento per l'Italia di avere una legislazione adeguata in materia. L'esame di quella legge era iniziato nel 1872; non c'è perciò da meravigliarsi che questo provvedimento così rilevante abbia impiegato tre anni per concludere il suo *iter* in questa legislatura.

Ho voluto richiamare questi precedenti per dimostrare che non è un caso se provvedimenti come quello al nostro esame, quando arrivano al varo definitivo, ottengono, alla Camera e al Senato un voto unanime delle Commissioni di merito e dell'Assemblea. Ciò è il frutto di un arricchimento culturale e della consapevolezza con cui si affronta la regolamentazione di questa materia, come ha fatto anche presente il senatore Brina.

Non intendo richiamare nei dettagli il contenuto del provvedimento, compito già affrontato in modo egregio dal senatore Triglia con una relazione che, come ho già detto, fa onore al lavoro di questa Commissione. Svolgerò invece alcune brevi considerazioni per osservare che le odierne priorità della legislazione economica, necessariamente concentrate sui temi della legge finanziaria, non devono far dimenticare che un importante contributo alla riduzione del debito pubblico potrebbe venire anche dalla dismissione di imprese pubbliche, la quale del resto figura, sia pure per importi nel complesso modesti, nella manovra di finanza pubblica in discussione.

Si tratta allora di riempire la cornice costituita dalla disciplina delle società di intermediazione mobiliare con contenuti utili anche nella prospettiva più generale di risanamento della finanza pubblica, dalla quale, del resto, dipende la possibilità stessa per il nostro paese di entrare nell'Unione monetaria in condizione di minor inferiorità rispetto ai *partners* comunitari.

Per recuperare il tempo perduto per l'adeguamento della legislazione del nostro Paese le occasioni non mancheranno, poichè tutti i provvedimenti complementari indicati nel documento del 1977, e che ho ricordato prima, sono stati già approvati dal Senato e attualmente sono all'esame della Commissione finanze della Camera dei deputati.

Ritengo in qualità di Presidente della Commissione di dover ringraziare per la collaborazione sempre attenta i ministri che, in tempi successivi, hanno seguito il provvedimento, in particolare il ministro Amato, il ministro Carli e, in questa fase conclusiva, l'onorevole Sacconi che ha seguito con pazienza e con assiduità i nostri lavori.

Ringrazio altresì la segreteria della Commissione che ha predisposto la documentazione per il nostro lavoro.

Poichè nessun altro domanda di parlare, dichiaro chiusa la discussione generale.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Signor Presidente, avverto innanzitutto il dovere, tutt'altro che formale, di ringraziare la Commissione finanze del Senato per il significativo contributo dato alla definizione di questo provvedimento, innanzitutto, come è stato ricordato, invitando il Governo ad andare oltre il testo che aveva presentato in

prima battuta, relativamente alle società di intermediazione in borsa, e quindi dando allo stesso Governo il conforto per una riforma più consistente. Il Governo ha recipito queste proposte, e la Commissione ha predisposto un testo ben diverso da quello inizialmente depositato.

Presidenza del Vice Presidente TRIGLIA

(*Segue* SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*). Ringrazio in modo particolare il senatore Triglia per le relazioni che egli ha svolto sia in prima lettura sia ora, e nelle quali ha esaminato in maniera approfondita il disegno di legge in esame.

Ringrazio altresì il presidente, senatore Berlanda, per la intensa organizzazione dei lavori in questi giorni, che consentirà di arrivare alla definitiva approvazione del provvedimento; ringrazio altresì i senatori che hanno seguito l'*iter* del provvedimento, offrendo il loro costante contributo.

Mi sia consentito ricordare come il bilancio di questi tre anni presso le amministrazioni che si sono succedute in questa legislatura può considerarsi altamente positivo perchè oltre alla approvazione della cosiddetta legge Amato e all'approvazione delle norme relative al rapporto tra banche e industrie contenute nella legge *anti-trust*, si viene a definire con questo provvedimento una riforma del mercato mobiliare.

Il Governo ha già annunciato che aggiungerà un terzo provvedimento a questi due testi fondamentali, relativo alla disciplina degli intermediari non bancari che verranno posti sotto vigilanza, determinando per essi il presupposto di quel mutuo riconoscimento che costituisce a sua volta premessa per l'offerta transfrontaliera dei relativi servizi.

Questo è forse l'aspetto più consistente rispetto agli strumenti di lotta al riciclaggio del denaro sporco, perchè nel nostro sistema il pericolo è costituito soprattutto dagli intermediari non vigilati, che sono parte non secondaria della attività di intermediazione.

Ciò premesso, vorrei fornire alcune precisazioni in materia di vigilanza, considerate le incertezze e le perplessità al riguardo manifestate dai colleghi intervenuti nel dibattito.

Ad avviso del Governo, il dispositivo dell'articolo 9, comma 7, non individua, come viceversa affermato dal relatore, le autorità «per elezione» con riferimento ai soggetti e non impone obblighi di delega delle potestà di controllo. Infatti, l'intero disposto dell'articolo 9 è organizzato, nella sua affermazione iniziale (comma 1) e nell'articolazione seguente (commi da 2 a 15), per «eleggere le autorità» sul piano delle responsabilità amministrative e regolamentari, di acquisizione di informazioni, di uso delle stesse, secondo il principio della vigilanza per finalità.

Ho fatto riferimento a tutti i commi dell'articolo 9 in quanto in tutti i passi nodali di tale articolo il suddetto principio non è mai messo in discussione. In particolare, il comma 7, che secondo alcuni sembrerebbe violare tale regola, viceversa la riafferma in modo incontrovertibile. Nel primo periodo l'espressione «fermi restando i poteri di vigilanza e di controllo cartolare e ispettivo» non può che essere letta, infatti, alla luce delle potestà indicate al successivo comma 8, che andranno esercitate

secondo i criteri indicati nel citato comma 1. L'ultimo periodo, inoltre, rafforza tale impostazione poichè affida al giudizio discrezionale e inappellabile di opportunità, con l'uso dell'espressione «qualora lo ritenga necessario», l'intervento ispettivo delle due autorità, con un esplecito incontrovertibile riferimento ai princìpi di cui al più volte richiamato comma 1: stabilità e trasparenza.

Nè, d'altro canto, si sarebbe potuto disporre altrimenti poichè si cadrebbe nell'assurdo amministrativo di separare le responsabilità amministrative dalle potestà di controllo. In altri termini, non può essere affidata ad una autorità amministrativa la responsabilità della propria azione se poi alla stessa autorità si sottrae la potestà del controllo. Qualora, in futuro, per problemi di stabilità patrimoniale (la determinazione dei cui coefficienti è dalla legge affidata alla Banca d'Italia), dovesse generarsi nel mercato delle SIM un diffuso o specifico problema di sopravvivenza degli operatori, la responsabilità amministrativa a quale autorità verrebbe imputata? Quale responsabilità avrebbe la Banca d'Italia, cui sarebbe sottratta la potestà della verifica del rispetto delle regole da essa stessa stabilite?

Anche il comma 7, dunque, ribadisce, con forza, responsabilità e potestà alla luce dei criteri stabiliti nel comma 1: stabilità e trasparenza. Pertanto, la delega che in tale comma è contenuta non può che essere letta, non già in violazione del principio stabilito da tutta la norma attinente alla vigilanza, bensì secondo la premessa nella stessa contenuta e cioè solamente «al fine di evitare duplicazioni nello svolgimento dell'attività di vigilanza». Tale fine, unico ed esclusivo a giustificazione della delega, non si pone affatto in contrasto con la costruzione e l'articolazione dell'intero dispositivo di vigilanza e dunque è il solo che può attribuirsi al cosiddetto «incrocio delle deleghe».

Il principio della delega incrociata, dunque, è una mera operazione indicativa, la cui applicazione il legislatore ha affidato alla valutazione delle autorità, consentendo alle stesse di violarlo ogni volta che le stesse lo dovessero ritenere necessario, senza fissare alcun criterio diverso dalla separazione della potestà di vigilanza secondo quanto stabilito al comma 1 (stabilità e trasparenza).

D'altro canto, tale soluzione è già di fatto adottata nei controlli che la Banca d'Italia e la Consob sono chiamate ad esercitare, ciascuna per le proprie competenze, sull'attività in titoli delle aziende di credito. Si è spesso verificato, infatti, non solo che la Consob abbia richiesto alla Banca d'Italia di effettuare indagini per propri fini, ma anche che gli esiti e i risultati di indagini della Banca d'Italia siano stati comunicati alla Consob per i provvedimenti di propria competenza e ciò vale anche per la vigilanza sui fondi comuni, la cui struttura è stata ribadita proprio dall'articolo in esame.

Ho voluto svolgere queste considerazioni perchè esse sono state, a suo tempo, ribadite dal Ministro del tesoro, che è voluto personalmente intervenire alla seduta della Commissione finanze della Camera per presentare l'emendamento che la Commissione stessa ha recepito e che è diventato poi comma 7 dell'articolo 9, al fine di sottolineare proprio l'impossibilità di dissociare la responsabilità dai poteri che la consentono e per affermare come il fine di tale comma, nel contesto dell'articolo che inequivocabilmente distribuisce le responsabilità e le potestà, sia soltanto

quello di evitare duplicazioni secondo buon senso ed anche sulla base di prassi già in atto.

Onorevoli colleghi, io credo che su questa materia molto si sia inevitabilmente discusso e vi chiedo scusa se ricordo, ancora una volta, le ragioni di fondo per cui il Governo ha inteso affermare con forza la propria opinione. In termini di merito, esse si basano sul presupposto – qui contestato – che la stabilità di questi operatori interessi il bene comune, mentre, in termini di metodo, abbiamo chiesto alla Commissione fiducia in ordine ad una responsabilità che, secondo le competenze che sono state descritte, sarà poi in capo al Governo e quindi dell'amministrazione.

Ribadisco, inoltre, che le opinioni finali – come pure quelle intermedie – su tale controversa materia sono state portate dal Governo in Parlamento con il consenso delle due autorità interessate, che mi auguro potranno quindi positivamente collaborare. Molto più pericoloso sarebbe stato accogliere la tesi avanzata dal senatore Cavazzuti, seppur per un momento in sede di comitato ristretto, di una separazione per soggetti (SIM bancarie alla Banca d'Italia, SIM non bancarie alla Consob).

Non a caso il Governo si oppose a questo tipo di separazione, perchè avrebbe sottratto alla Consob una percentuale altissima di quella che sarà la struttura degli operatori del mercato mobiliare. Così pure il Governo ha avuto sempre attenzione all'esigenza che la Consob abbia a vigilare anche direttamente sulla attività in titoli delle aziende di credito, ai fini della trasparenza e della correttezza.

Il Governo si è orientato verso una soluzione probabilmente difforme dall'orientamento comunitario nella convinzione che vi possa essere il pericolo di gestioni in qualche modo in cattività rispetto ad interessi rilevanti, che non sono solo quelli degli azionisti.

Intendimento del Governo è che entrambe le finalità vengano perseguite rigorosamente secondo le culture che sono proprie delle due autorità.

PRESIDENTE. Desidero ringraziare il sottosegretario, onorevole Sacconi, e i ministri che successivamente si sono adoperati per la redazione di un testo legislativo di notevole portata.

Ringrazio anch'io i colleghi della Commissione che hanno fornito nel corso del dibattito interessanti spunti e contributi anche per il relatore.

Siamo finalmente giunti alla fase conclusiva di un *iter* che è stato fin troppo lungo rispetto alle risposte sollecite che gli operatori dei mercati finanziari si aspettano dal Parlamento.

Senz'altro dobbiamo riconoscere un grande merito al nostro presidente, senatore Berlanda, se la Commissione ha licenziato una serie di provvedimenti importanti.

Tuttavia avremo occasione tra non molto di giudicare il provvedimento sulla base degli esiti della sua concreta applicazione. La Camera ha integrato il provvedimento licenziato dal Senato, anche se le direttive comunitarie non consentono tutti i comportamenti previsti da questo disegno di legge.

Giungiamo tuttavia all'approvazione di un provvedimento che auspicavamo da molto tempo in difesa dei cittadini risparmiatori.

Poichè nessun altro domanda di parlare, rinvio il seguito dèll'esame del disegno di legge in titolo alla seduta pomeridiana.

I lavori terminano alle ore 12,25.

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI

Il consigliere parlamentare preposto all'Ufficio centrale e dei resoconti stenografici

DOTT. GIOVANNI LENZI