UNIVERSITY OF AMSTERDAM

UvA-DARE (Digital Academic Repository)

Il decreto Eurosim e la nuova disciplina dell'intermediazione mobiliare

Bartoloni, B.; Pacces, A.M.

Publication date
1997
Document Version
Final published version
Published in
Rivista della Guardia di Finanza

Link to publication

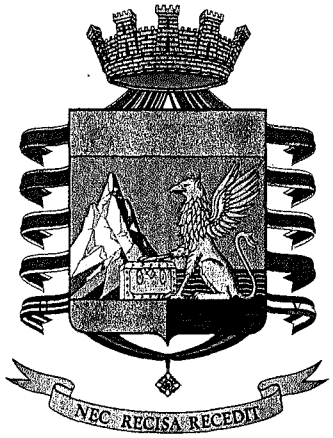
Citation for published version (APA):
Bartoloni, B., & Pacces, A. M. (1997). Il decreto Eurosim e la nuova disciplina dell'intermediazione mobiliare. *Rivista della Guardia di Finanza*, *1997*(3), 1141-1166.

General rights
It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations
If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: https://uba.uva.nl/en/contact, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

UvA-DARE is a service provided by the library of the University of Amsterdam (https://dare.uva.nl)

Download date:05 Dec 2025



BRUNO BARTOLONI
ALESSIO PACCES

IL DECRETO "EUROSIM" E LA NUOVA DISCIPLINA DELL'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Estratto dalla
RIVISTA DELLA GUARDIA DI FINANZA
Anno XLVI - N. 3 - Maggio - Giugno 1997

Il decreto "Eurosim" e la nuova disciplina dell'intermediazione mobiliare

di Bruno Bartoloni
e Alessio Pacces

1. Premessa - 2. Il mercato unico dei servizi di intermediazione mobiliare - 3. I servizi di investimento in valori mobiliari - 4. Gli intermediari mobiliari - 5. La vigilanza sugli intermediari - 6. Le norme di condotta per gli intermediari - 7. L'apparato sanzionatorio - 7.1 Le sanzioni penali - 7.2 Le sanzioni amministrative

1. Premessa

Il D.L.vo 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. decreto "Eurosim") (1), qui oggetto di sintetico commento, modifica profondamente la regolamentazione italiana degli intermediari mobiliari. L'impulso di questa innovazione normativa, per diversi aspetti radicale, proviene dagli Organi comunitari che, con le Direttive 93/22/Cee e 93/6/Cee, hanno inteso perseguire la realizzazione di un mercato unico europeo dei servizi d'investimento in valori mobiliari (2).

(1) Pubblicato nel S.O. n. 133 alla Gazzetta Ufficiale del 9 agosto 1996, n. 186 - Serie generale.

(2) Direttiva 93/22/Cee del 10 maggio 1996 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (in Guce L141/27 dell'11 giugno 1993) e Direttiva 93/6/Cee del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese d'investimento e degli enti creditizi (in Guce L141/1 dell'11 giugno 1993). L'attuazione è stata realizzata mediante delega legislativa di cui all'art. 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (legge comunitaria 1994), che stabilisce i princìpi e criteri direttivi cui si è dovuto attenere il legislatore delegato.

La disciplina comunitaria si è mossa sulla falsa riga della precedente (e per molti versi analoga) esperienza in tema di servizi bancari. Ne discende che la stessa normativa di recepimento delle direttive citate presenta, *mutatis mutandis*, notevoli analogie e punti di contatto con la recente regolamentazione dei servizi e dell'impresa bancaria, riunita nel Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (3) (di seguito T.U. bancario).

2. Il mercato unico dei servizi di intermediazione mobiliare

Presupposto logico della realizzazione di un unico mercato europeo per i servizi di investimento in valori mobiliari è il raggiungimento di un livello minimo di armonizzazione delle discipline nazionali (c.d. "armonizzazione minimale"), tale da consentire l'effettiva libertà di circolazione dei suddetti servizi all'interno della Comunità, garantendo nel contempo il corretto funzionamento dei mercati comunitari dei valori mobiliari e la stabilità complessiva dei sistemi finanziari di riferimento (4). In tale direzione il legislatore comunitario ha indirizzato gli organi legislativi nazionali, fissando le norme di stabilità patrimoniale degli intermediari mobiliari e creditizi (5), nonché i princìpi informatori delle norme di vigilanza prudenziale (di competenza dell'autorità che autorizza l'intermediario nel Paese d'origine) e di quelle di condotta (di competenza, invece, dell'autorità del Paese ospitante) (6).

3. I servizi di investimento in valori mobiliari

Il decreto in esame sostituisce pressoché completamente la pur recente legge 2 gennaio 1991, n. 1, recante la prima organica disciplina

(3) Approvato con D.L.vo 1° settembre 1993, n. 385.

(4) Sul tema vedasi, diffusamente, DEMATTÉ C., FORESTIERI G., MOTTURA P., *Economia degli intermediari finanziari*, Egea, Milano, 1993, p. 77 e ss.

(5) Cfr., sul punto, la citata Direttiva 93/6.

(6) Vedasi, al riguardo, la citata Direttiva 93/22.

delle attività e dell'impresa di intermediazione in valori mobiliari, nonché i presupposti legislativi della riforma dei mercati mobiliari organizzati.

Per quanto attiene al primo aspetto, cioè gli intermediari e l'attività d'intermediazione, il punto cruciale dell'innovazione legislativa risiede nella qualificazione dell'impresa in termini armonizzati a livello comunitario. Siffatta armonizzazione presuppone, anzitutto, l'adozione di un linguaggio comune nei diversi Stati comunitari. La Sim di diritto italiano entra così a far parte di una categoria più ampia di soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di intermediazione mobiliare - con o senza stabilimento - in tutto il territorio della Comunità: la categoria, appunto, delle imprese di investimento nel settore dei valori mobiliari, che ricomprende, oltre alla Sim italiana, le analoghe imprese comunitarie debitamente autorizzate nel Paese di origine nonché quelle extracomunitarie autorizzate dalla Consob, ricorrendo determinati presupposti.

L'impresa in parola si qualifica in relazione ai servizi di investimento che essa è abilitata a svolgere. È implicito (ma evidente, anche da una lettura coordinata con la Direttiva 93/6 in materia di requisiti di adeguatezza patrimoniale) che l'autorizzazione da parte dell'autorità di vigilanza continui a riferirsi specificamente a ciascuna singola attività di intermediazione (analogamente, peraltro, al regime previgente). L'elencazione dei servizi di investimento contenuta nel decreto "Eurosim" (art. 1, terzo comma) segue le indicazioni rivenienti dalla Direttiva comunitaria 93/22 (7), discostandosi in parte dalla classificazione dettata dalla legge 2 gennaio 1991, n. 1.

La legge, in particolare, non contempla più l'attività di consulenza in materia di valori mobiliari, la quale è stata inserita tra i c.d. "servizi accessori" (art. 1, quarto comma).

(7) Cfr., in particolare, l'art. 1, par. 1, n. 1) della Direttiva 93/22 e la ivi richiamata sez. A dell'allegato ("servizi"); è importante altresì notare la definizione degli "strumenti" finanziari (oggetto dei servizi di investimento) di cui alla sez. B del medesimo allegato, sostanzialmente riprodotta dall'art. 1, primo comma, del D.L.vo 415/1996.

Di conseguenza, il servizio di consulenza potrà essere svolto dai soggetti abilitati all'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare senza necessità di specifica autorizzazione, nonché da altri soggetti, ferme restando però le riserve di attività previste dalla legge.

Tale "declassificazione" del servizio di consulenza in materia di valori mobiliari - frutto di una consapevole scelta a livello comunitario, non trovando riscontro nei Paesi europei l'inclusione di tale servizio tra le attività di intermediazione mobiliare - non è priva di effetti, specie per quanto concerne il trattamento degli intermediari italiani finora autorizzati all'esercizio di questa sola attività. Come disposto dalla norma transitoria contenuta nell'art. 60 del decreto in esame, detti intermediari dovranno entro un anno eliminare dalla propria denominazione sociale la sigla Sim o espressioni equivalenti, sempreché non siano nel frattempo autorizzate alla prestazione di servizi di investimento, quali definiti dalla nuova normativa.

In merito, tuttavia, non possono non esprimersi perplessità, attesa l'importanza del ruolo rivestito dal servizio di consulenza che, pur non qualificandosi come attività di intermediazione mobiliare *stricto sensu*, ne condivide la funzione informativa nei confronti del mercato. La rilevanza dei flussi informativi intermediati e - giocoforza - elaborati dal consulente suggerirebbe, quanto meno, l'opportunità della sottoposizione di quest'ultimo alle norme di comportamento prescritte in via generale per gli altri intermediari mobiliari.

Il decreto "Eurosim" non considera più, inoltre, come autonoma attività di intermediazione mobiliare la sollecitazione del pubblico risparmio svolta in luogo diverso dalla sede dell'emittente, dal proponente l'investimento ovvero dal soggetto incaricato della promozione o del collocamento, fattispecie adesso disciplinata come modalità di svolgimento del servizio di collocamento di valori mobiliari (cfr. art. 22 - "Offerta fuori sede"). Conseguentemente, l'art. 60 del decreto, poc'anzi citato, dispone al terzo comma che le Sim finora autorizzate all'esercizio delle attività in questione sono automaticamente autorizzate allo svolgimento del servizio di collocamento e vengono

iscritte di diritto nell'albo delle imprese di investimento tenuto dalla Consob.

Per il resto la definizione, data dal decreto, di "servizi di investimento" riproduce, nella sostanza, la nozione di "attività di intermediazione mobiliare" di cui all'art. 1 della L. 1/1991.

4. Gli intermediari mobiliari

L'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi di investimento individuati dal decreto è sostanzialmente riservato alle società di investimento e alle banche (8). Queste due grandi categorie di soggetti sottostanno ad un regime autorizzatorio differenziato.

In ogni caso, l'autorizzazione all'esercizio dei servizi di investimento rappresenta lo strumento necessario per l'applicazione del principio del mutuo riconoscimento (c.d. "passaporto europeo"), mediante il quale si realizza l'obiettivo comunitario della libera prestazione dei servizi in questione e della libertà di stabilimento delle imprese che tali servizi sono deputate a svolgere (9).

Il sistema adottato non è dissimile da quello vigente in materia di servizi bancari, per ciò che concerne le attività ivi ammesse al mutuo riconoscimento. Tant'è che il decreto in esame dispone un preciso rinvio alle norme del T.U. bancario relativamente all'operatività all'estero delle banche italiane nel settore dei servizi di investimento in valori mobiliari, come pure per le banche comunitarie ed extracomunitarie che operino in

(8) Continuano ad essere autorizzati alla negoziazione per conto terzi gli agenti di cambio, ai sensi dell'art. 61 del decreto in esame, che richiama l'art. 19 della L. 1/1991.

Possono essere altresì autorizzate allo svolgimento dei servizi di collocamento, nonché alla negoziazione per conto proprio di strumenti finanziari derivati, le società finanziarie di cui all'art. 107 del T.U. bancario. Competente a rilasciare l'autorizzazione è la Banca d'Italia.

Per le società fiduciarie, vedi *infra*, nel testo.

(9) V., sul punto, ZADRA G., *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, II edizione, Milano, Giuffrè, 1995, p. 338, nonché DEMATTÉ C., FORESTIERI G., MOTTURA P., *op. cit.*, p. 82 e ss.

Italia in qualità di intermediari mobiliari. *Nihil novi sub sole*, dunque, per questi soggetti, posto che il citato T.U., includendo le attività di intermediazione mobiliare tra quelle ammesse al mutuo riconoscimento, aveva già proceduto a dettare per le banche norme di attuazione del diritto di stabilimento e della libera prestazione dei servizi (cfr. titolo II, capo II, del D.L.vo 385/1993) anche in relazione ai servizi di investimento in esame (ma ferme restando - allora - le limitazioni di cui alla L. 1/1991) (10).

In estrema sintesi, per quanto riguarda i soggetti di diritto italiano, può dirsi che:

- le banche possono essere autorizzate dalla Banca d'Italia alla prestazione di uno o più servizi di investimento di cui al citato art. 1, terzo comma, del decreto "Eurosim".

  L'operatività delle banche nel comparto dell'intermediazione mobiliare non soffre più, pertanto, limitazioni di carattere normativo, essendo venuta meno l'esclusione di cui all'art. 16, primo comma, L. 1/1991 (negoziazione di valori mobiliari diversi da titoli di Stato e garantiti dallo Stato, fino ad oggi riservata alle Sim). In altre parole, le banche potranno d'ora in poi operare direttamente nei mercati (per conto proprio ovvero della clientela) con riferimento ai predetti valori mobiliari, senza necessità di ulteriore intermediazione da parte delle Sim. Il mutamento del quadro normativo si è imposto, anzitutto, per ragioni di conformità al diritto comunitario. Ma sono anche venuti a mancare - quanto meno in teoria - i motivi della originaria limitazione dell'operatività delle banche, che risiedevano "nel tentativo di favorire, almeno nella prima fase di attuazione della legge, lo sviluppo delle Sim, sottraendole alla necessità di competere, sia pure in uno solo dei segmenti del mercato dei servizi mobiliari, con le banche" (11).

(10) Stando ai dati riferiti da PAPPA L. e COSTANTINO F., *I soggetti abilitati all'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare dopo la riforma del 1991*, in Rivista della Guardia di Finanza, n. 4 del 1996, "al 30 novembre 1995, gli enti creditizi comunitari che svolgevano in Italia attività in valori mobiliari ammontavano a n. 62".

(11) ZADRA G., *op. cit.*, p. 280.

Le probabili conseguenze della scomparsa della limitazione in argomento saranno, *in primis*, l'eliminazione di inutili duplicazioni dei margini di intermediazione, ma soprattutto una maggiore libertà di scelta per le banche in termini di politica aziendale (nell'alternativa tra specializzazione nell'ambito di un gruppo polifunzionale e accentramento in una struttura multidivisionale, secondo il modello della "banca universale"); tutto ciò comportando, a sua volta, la possibilità di ottimizzazione delle economie di scala e da complementarità dei costi (c.d. *economies of scope*), nonché il miglioramento del quadro competitivo e dell'efficienza complessiva del sistema integrato di intermediazione finanziaria (12);

- l'autorizzazione delle Sim alla prestazione di uno o più servizi di investimento è disposta dalla Consob, sentita la Banca d'Italia, subordinatamente alla verifica delle condizioni indicate nell'art. 5, primo comma, del decreto in esame. I requisiti per il rilascio dell'autorizzazione non presentano aspetti di particolare diversità rispetto alla normativa previgente. Essi sono stati, tuttavia, armonizzati a livello comunitario e risultano, peraltro, sostanzialmente analoghi a quelli prescritti per le banche. Le Sim autorizzate vengono quindi inserite dalla Consob nel relativo albo. Va sottolineato che, rispetto alle disciplina della L. 1/1991, l'oggetto sociale delle Sim risulta potenzialmente esteso, potendo ricomprendere, oltre ai servizi accessori (di cui al citato art. 1, quarto comma, del decreto) e alle attività strumentali e connesse, anche "altre attività finanziarie", purché nel rispetto delle riserve di attività previste dalla legge.

Tanto le Sim quanto le banche italiane sono legittimate a prestare i servizi di investimento in questione in tutti gli Stati Comunitari, senza necessità di ulteriori autorizzazioni, stabilendovi succursali ovvero operando in regime di libera prestazione dei servizi. Si applica qui, pienamente, il principio del mutuo riconoscimento coordinato con una

(12) Sul tema si veda, più diffusamente, DEMATTÉ C., FORESTIERI G., MOTTURA P., *op. cit.*, p. 509 e ss.

scelta di tipo *"home country control"* (controllo del Paese d'origine) - analoga, del resto, a quella operata in tema di servizi bancari - in base alla quale si presuppone che l'autorizzazione del Paese di origine offra sufficienti garanzie in ordine ai requisiti di stabilità e di sana e prudente gestione dell'intermediario, stante l'armonizzazione a livello comunitario delle *guidelines* normative in materia di autorizzazione e vigilanza (13).

L'operatività negli Stati extracomunitari delle Sim e delle banche italiane, per ciò che concerne l'intermediazione in valori mobiliari, postula l'autorizzazione della Banca d'Italia oltre che, evidentemente, quella dell'autorità competente del Paese ospitante. Il diverso regime si spiega in quanto non può ipotizzarsi, *a priori*, equivalenza alcuna tra sistemi di autorizzazione e vigilanza non armonizzati - come invece nei Paesi comunitari - a livello sovranazionale.

Proprio nel quadro dell'armonizzazione comunitaria delle disposizioni in materia di autorizzazione e vigilanza si colloca la regolamentazione dei requisiti di onorabilità e professionalità tanto dei membri degli organi sociali quanto dei soci a partecipazione qualificata, come pure la disciplina relativa alla partecipazione al capitale delle Sim. L'obiettivo perseguito è quello della sana e prudente gestione dell'intermediario, a tutela degli investitori, del pubblico risparmio e della stabilità del sistema finanziario nel complesso. Il decreto in esame riformula quindi la previgente normativa contenuta nella L. 1/1991, ponendola il linea con quella analoga applicabile alle banche. Da sottolineare, al riguardo, il cospicuo rinvio alla potestà regolamentare del Ministro del Tesoro in merito ai requisiti di onorabilità e professionalità e della Banca d'Italia in materia di partecipazione al capitale (14).

(13) Vedasi sempre, al riguardo, DEMATTÉ C., FORESTIERI G., MOTTURA P., *op. cit.*, p. 82 e ss.

(14) Da segnalare, rispetto alla normativa previgente, la scomparsa dei "protocolli di autonomia gestionale", la cui sottoscrizione era prescritta dall'art. 4, primo comma, della L. 1/1991, per i soggetti a partecipazione qualificata. È stato tuttavia opportunamente notato - sia pur con

Per quanto riguarda gli intermediari esteri, l'operatività in Italia delle banche comunitarie ed extracomunitarie nel comparto dell'intermediazione mobiliare è disciplinata, per espresso rinvio legislativo, dal T.U. bancario. L'attività delle imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie è invece disciplinata direttamente dal decreto in questione. In particolare, per quelle comunitarie vale il più volte citato principio del mutuo riconoscimento, per cui l'operatività delle medesime, con o senza stabilimento di succursali, non richiede alcuna autorizzazione nello Stato ospitante. Sia la Banca d'Italia che la Consob debbono tuttavia essere informate con comunicazione formale da parte delle autorità competenti dello Stato di origine (15). La Consob è quindi competente a disciplinare le modalità di svolgimento dei servizi da parte delle imprese comunitarie, nel quadro delle proprie attribuzioni in materia di normativa e vigilanza sul comportamento degli intermediari.

L'impresa comunitaria operante in Italia viene quindi iscritta in un apposito elenco speciale, allegato all'albo, dei soggetti autorizzati dalla Consob allo svolgimento dei servizi di investimento in valori mobiliari.

Lo stabilimento di succursali, nonché la libera prestazione dei servizi di investimento in valori mobiliari da parte di imprese extracomunitarie, richiede invece l'autorizzazione della Consob, che verifica preliminarmente una serie di requisiti prescritti dalla legge (cfr.

(segue nota)

riferimento alla direttiva - che la nuova normativa, "affidando alle autorità competenti il compito di valutare esse stesse l'idoneità dei soci a garantire la gestione sana e prudente dell'impresa e non essendo a tal fine sufficienti delle mere dichiarazioni di impegno dei soci stessi, risulta in questo campo ben più stringente" di quella previgente (ZADRA G., *op. cit.*, p. 337).

Il potere attribuito alla Banca d'Italia di opporsi all'acquisizione, da parte dei nuovi soci, di partecipazioni rilevanti ovvero al loro incremento da parte dei vecchi soci, istituisce, di fatto, un controllo sostanziale sulle partecipazioni al capitale delle Sim, che si aggiunge a quello formale in merito ai requisiti di professionalità e onorabilità ed è caratterizzato "da una elevata possibilità di intervento e di repressione preventiva di comportamenti anche solo in ipotesi lesivi dei princìpi di sana e prudente gestione" (ZADRA G., *ibidem).*

(15) La succursale può quindi iniziare l'attività decorsi due mesi dalla comunicazione (art. 14, primo comma, del decreto).

art. 15 del decreto "Eurosim"), idonei a garantire l'affidabilità dell'intermediario e della vigilanza cui esso è sottoposto nel Paese d'origine. La Consob procede quindi ad iscrivere all'albo le imprese di investimento extracomunitarie da essa autorizzate.

Per concludere sul tema, è opportuno un breve cenno alle società fiduciarie, tradizionalmente attive nel settore della gestione - "fiduciaria", appunto - di portafogli di valori mobiliari e, pertanto, nel comparto dell'intermediazione mobiliare. Nel quadro normativo delineato dalla L. 1/1991, l'operatività di queste società si distingueva nettamente da quella delle Sim e delle banche in relazione all'intestazione dei valori mobiliari oggetto di gestione patrimoniale. In particolare, l'attività in nome proprio e per conto di terzi (mediante intestazione fiduciaria dei valori mobiliari gestiti) era riservata alle società fiduciarie, stante l'obbligo per banche e Sim di operare in nome e per conto di terzi (cfr. art. 8, primo comma, L. 1/1991); correlativamente, le società fiduciarie potevano operare esclusivamente in nome proprio e per conto di terzi (art. 17, primo comma, L. 1/1991).

Il decreto "Eurosim" ha profondamente innovato la materia, stabilendo che "le imprese di investimento e le banche possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente" (art. 17, secondo comma, D.L.vo 415/1996). Conseguentemente, l'attività prima riservata alle società fiduciarie viene ad essere ora ricompresa nella nozione di servizi d'investimento, la cui prestazione presuppone, per i soggetti di diritto italiano, l'adozione della denominazione di "società di intermediazione mobiliare". Sicché le società fiduciarie dovranno - a norma dell'art. 60, quarto comma, del decreto in esame - integrare la propria denominazione sociale e saranno quindi iscritte in una sezione speciale dell'albo delle imprese di investimento; dalla data d'iscrizione esse cesseranno altresì di essere soggette alla normativa speciale sulle società fiduciarie. Tuttavia, l'operatività mediante intestazione fiduciaria, che rimane caratteristica peculiare e distintiva delle società in questione, continuerà a precludere a questi soggetti - ad onta dell'acquisita denominazione di Sim e della sottoposizione *tout court* al relativo regime -

l'esercizio di attività di intermediazione mobiliare diverse dalla gestione di portafogli d'investimento.

5. La vigilanza sugli intermediari

La vigilanza nei confronti dei soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento in valori mobiliari è esercitata dalla Banca d'Italia e dalla Consob. Le modalità di attuazione della vigilanza sono classificate dal decreto "Eurosim" in maniera analoga a quanto disposto dal T.U. bancario, e cioè nelle tre usuali categorie della vigilanza regolamentare, ispettiva e informativa.

Soggetti passivi della vigilanza sono:

- le "imprese di investimento", e quindi - in base alla definizione normativa di cui all'art. 1, quinto comma, lett. g) - tanto le Sim quanto le analoghe imprese comunitarie ed extracomunitarie autorizzate, operanti in Italia;
- le "banche", ricomprendendosi in tale nozione non soltanto quelle italiane, ma anche quelle comunitarie e quelle extracomunitarie autorizzate, operanti in Italia nel settore dei valori mobiliari;
- gli "altri soggetti abilitati" allo svolgimento di alcuni specifici servizi di investimento. Allo stato, si fa riferimento alla negoziazione per conto proprio di strumenti finanziari derivati e servizi di collocamento da parte delle società finanziarie di cui all'art. 107 del T.U. bancario, nei casi e alle condizioni stabilite dalla Banca d'Italia, sentita la Consob. Il terzo comma dell'art. 3 prevede, peraltro, la possibilità di contemplare nuovi servizi d'investimento, nuovi servizi accessori e i soggetti abilitati a svolgerli, con regolamento del Ministro del Tesoro, sentite la Banca d'Italia e la Consob (16).

(16) Si rammenta che tra gli "altri soggetti abilitati" figurano altresì, fino a "esaurimento" dei ruoli, gli agenti di cambio (cfr. nota 8).

I poteri di vigilanza sono attribuiti alle due autorità nazionali, in via generale, dall'art. 4 del decreto in oggetto. Per quanto concerne, tuttavia, gli intermediari comunitari, la disposizione va coordinata con il cennato principio dell'*"home country control"*, sancito dalla Direttiva nonché espressamente recepito dalla legge delega (17). In conformità di detto principio, i controlli di stabilità patrimoniale nonché quelli di vigilanza prudenziale sono attribuiti in prima istanza all'autorità competente dello Stato d'origine (Direttiva 93/22/Cee, art. 8, terzo comma; legge delega art. 21, primo comma, lett. b). Resta, invece, di competenza delle autorità dello Stato in cui viene prestato il servizio di investimento l'elaborazione delle norme di comportamento cui sono soggetti tutti gli intermediari, italiani ed esteri, nonché la vigilanza sull'applicazione e il rispetto delle norme medesime (Direttiva cit., art. 11, secondo comma; legge delega, art. 21, primo comma, lett. b).

Tale regolamentazione si riflette sulla disciplina della vigilanza ispettiva, che conferisce alle autorità competenti dello Stato comunitario di origine il potere di ispezionare direttamente le succursali italiane degli intermediari dalle stesse autorizzati, dopo averne informato la Banca d'Italia e la Consob, ovvero di richiedere a queste ultime lo svolgimento dei necessari accertamenti. Parimenti, la Banca d'Italia e la Consob possono richiedere alle autorità competenti di uno Stato comunitario di effettuare accertamenti presso le succursali ivi stabilite di Sim e banche italiane.

Per quanto riguarda l'ambito di applicazione dei poteri di vigilanza, la ripartizione delle competenze tra la Banca d'Italia e la Consob segue il principio della vigilanza per finalità. Il principio era stato già peraltro affermato nella L. 1/1991, avuto riguardo tanto alle Sim quanto alle banche (cfr. comb. disp. artt. 9 e 16, secondo comma, legge ult. cit.). Detta legge, all'art. 9, primo comma, espressamente attribuiva competenza alla Consob in ordine alla vigilanza sul rispetto degli obblighi

(17) Legge 6 febbraio 1996, n. 52 (legge comunitaria 1994), citata in nota 2.

di informazione e correttezza e sulla regolarità delle negoziazioni di valori mobiliari, mentre la Banca d'Italia era competente ad effettuare i controlli sulla stabilità patrimoniale (18). Siffatta ripartizione di competenze in tema di vigilanza seguiva *pari passu* la suddivisione delle attribuzioni di potestà regolamentare tra le due autorità in parola. La stessa L. 1/1991, tuttavia, prevedeva che, al fine di evitare duplicazioni nei controlli, il primo ordine di competenze fosse esercitato, nei confronti delle banche, dalla Banca d'Italia su richiesta della Consob; viceversa i controlli di stabilità patrimoniale nei confronti delle Sim andavano effettuati dalla Consob, su richiesta della Banca d'Italia. Sicché, sul piano strettamente operativo, veniva seguito un più tradizionale modello di vigilanza per soggetti. La strutturazione per finalità, peraltro, lungi dal rimanere una mera indicazione di principio, ha informato la corposa produzione normativa secondaria posta in essere dalle due autorità negli ultimi anni.

Il decreto legislativo in esame segue l'impostazione di fondo della L. 1/1991 e adotta il principio della vigilanza per finalità. La ripartizione delle competenze in materia di vigilanza tra Banca d'Italia e Consob è disposta però rigorosamente per funzioni, quale che sia il soggetto sottoposto a vigilanza. Infatti, il concreto esercizio della vigilanza è demandato a ciascuna autorità nell'ambito delle materie assegnate alla propria potestà regolamentare. Per cui:

- la Consob esercita nei confronti delle imprese di investimento e delle banche, nonché degli altri soggetti abilitati, la vigilanza in materia di procedure - anche di controllo interno - di prestazione dei servizi, comportamento da osservare nei rapporti con la clientela e obblighi informativi nell'attività di negoziazione;
- la Banca d'Italia esercita nei confronti degli stessi soggetti la vigilanza in materia di stabilità patrimoniale in generale, rapporti partecipativi e

(18) Circa i motivi che presiedono a questa ripartizione delle competenze cfr. in generale, Fusconi A., *Economia e tecnica del mercato finanziario e mobiliare. La Borsa Valori*, Torino, Giappichelli, 1994, pp. 70-75.

organizzazione amministrativa, sistemi di controllo delle fonti di finanziamento delle società del gruppo, nonché modalità di deposito e subdeposito degli strumenti finanziari e del denaro di pertinenza della clientela.

Le due autorità operano in modo coordinato nell'esercizio delle rispettive competenze funzionali, dandosi reciproca comunicazione dei provvedimenti assunti e delle irregolarità rilevate. Esse hanno altresì potestà regolamentare nelle materie indicate, ciascuna sentito il parere dell'altra.

È difficile prevedere quale sarà l'impatto del nuovo assetto normativo che, in pratica, modifica in modo rivoluzionario il concreto esercizio delle attribuzioni in materia di vigilanza da parte delle competenti autorità. È comunque presumibile - oltreché certamente auspicabile - che Banca d'Italia e Consob daranno al più presto effettiva attuazione alla collaborazione disposta in linea di principio dal decreto "Eurosim". L'instaurazione di efficaci procedure di scambio d'informazioni potrebbe, infatti, permettere la costituzione di un patrimonio comune ove confluiscano le specifiche *expertises* maturate in contesti comunque diversi, ancorché affini, quali l'intermediazione creditizia, da un lato, e quella mobiliare, dall'altro.

Non riteniamo, per altro verso, che il decreto in esame possa legittimare, neppure implicitamente, la delega reciproca dell'esercizio di attribuzioni proprie della Banca d'Italia e della Consob, rispettivamente in relazione alle Sim e alle banche.

6. Le norme di condotta per gli intermediari

Particolare menzione, ancorché necessariamente sintetica, meritano le norme comportamentali che disciplinano la concreta prestazione dei servizi di investimento in valori mobiliari. Le norme introdotte dal decreto in esame rappresentano la versione riveduta e corretta - soprattutto alla luce degli *inputs* comunitari - del *corpus* di regole di comportamento introdotto dalla L. 1/1991 e dalla normativa

Consob derivata. Lo schema normativo prescelto rimane identico: la legge si limita a stabilire princìpi e regole fondamentali, demandandone la specificazione in dettaglio alla normativa secondaria (di competenza della Consob - cfr. punto precedente). Anche l'aspetto sostanziale della disciplina non risulta modificato nelle sue linee di fondo. Ci si limita pertanto, in questa sede, a un sommario cenno alle più importanti novità.

Degna di nota è, anzitutto, la già ricordata possibilità per tutti gli intermediari di operare in nome proprio e per conto della clientela; modalità, questa, espressamente esclusa dalla L. 1/1991 con riferimento all'attività di gestione di patrimoni su base individuale. Si ribadisce, per altro verso, l'importanza della prevenzione dei fenomeni di conflitto d'interesse (di cui la disposizione da ultimo citata inevitabilmente accresce il rischio), implicita conseguenza dell'adozione del modello di intermediario finanziario polifunzionale (19).

Circa le garanzie di carattere contrattuale, si ripropone sostanzialmente la linea seguita nella L. 1/1991, precisando, in relazione all'obbligo della forma scritta, che la stessa si intende prescritta *ad substantiam* per tutti i servizi d'investimento (ma si attribuisce alla Consob la facoltà di individuare i casi in cui l'obbligo è suscettibile di deroghe) (20). Ancora, per tutti i servizi è nulla qualsiasi pattuizione di rinvio agli usi ai fini della determinazione del corrispettivo; in presenza di siffatti rinvii, precisa la legge, nulla è dovuto. In entrambi i suddetti casi, la nullità può essere fatta valere solo dal cliente, analogamente a quanto

(19) Si tratta, tuttavia, di una norma di comportamento espressa in termini molto più generici rispetto all'analoga previsione di cui alla L. 1/1991 (si confrontino, al riguardo, l'art. 6, primo comma, lett. g) di quest'ultima legge e l'art. 17, primo comma, lett. c) del decreto "Eurosim").

Amplius, sul tema del conflitto d'interessi, v. comunque *infra*, nel testo.

(20) La dottrina giuridica riteneva, nell'ambito della disciplina previgente, che la forma scritta fosse prescritta a pena di nullità nel caso di attività di gestione di patrimoni (vedasi, ad esempio, LA VILLA G., *Il diritto dei valori mobiliari*, Pirola, 1994, p. 246). L'obbligo generale di conclusione per iscritto dei contratti di intermediazione mobiliare era pertanto, almeno dal punto di vista civilistico, sprovvisto di sanzione.

previsto dal T.U. bancario in tema di trasparenza delle condizioni contrattuali (21). Si ribadisce, così, il diritto di cittadinanza nel nostro ordinamento giusprivatistico per la figura della c.d. nullità relativa, che tuttavia non manca di suscitare notevoli perplessità dal punto di vista dottrinale.

Il principio della rigorosa separazione tra il patrimonio dell'intermediario e quello del cliente, avuto riguardo tanto agli strumenti finanziari quanto alle disponibilità in denaro, viene ribadito dal decreto Eurosim con riferimento alla complessiva attività di intermediazione in valori mobiliari. Il vincolo di inutilizzabilità dei valori mobiliari e delle somme in denaro di pertinenza del cliente, che ne consegue, può essere rimosso mediante pattuizione scritta; in relazione alle somme in denaro - ovviamente - il suddetto vincolo non si applica alle banche, la cui attività tipica necessariamente comporta l'utilizzo delle somme di pertinenza del cliente.

In merito alla trasparenza dell'intermediario nei rapporti col cliente, prescritta quale norma generale di comportamento dall'art. 17, primo comma, lett. a) del decreto "Eurosim", va segnalata la scomparsa dell'obbligo di pubblicazione e consegna del documento informativo concernente l'intermediario, le attività svolte ed i soggetti appartenenti al gruppo. Il silenzio del decreto sul punto lascia piuttosto perplessi. Infatti, pur considerate le critiche mosse ai documenti informativi, all'insegna del c.d. *"information overload"* (sovraccarico informativo) dell'investitore, sarebbe stata forse preferibile una soluzione di tipo "minimalista", magari traendo spunto dall'esperienza delle "note informative sintetiche", utilizzate nel quadro delle recenti privatizzazioni.

È, altresì, importante notare il mutato tenore delle norme legislative che dispongono in tema di c.d. *"chinese walls"* (muraglie cinesi), e cioè di barriere alla circolazione dei flussi informativi tra i diversi settori di operatività dell'intermediario, cui corrisponde, sul piano organizzativo e

(21) Cfr. D.L.vo 385/1993, art. 127, secondo comma.

contabile, il principio della separazione delle varie attività di intermediazione svolte e delle relative responsabilità di gestione. L'importanza della problematica in esame ai fini del contenimento del rischio di conflitto d'interessi, nonché, indirettamente, del fenomeno dell'*insider trading*, è diffusamente sottolineata dalla letteratura specialistica in materia di intermediazione finanziaria (22). Tant'è che l'adozione delle regole delle "muraglie cinesi" caratterizza pressoché generalmente la regolamentazione degli intermediari finanziari polifunzionali nei Paesi a struttura finanziaria evoluta. Cionondimeno, il decreto "Eurosim" si rivela piuttosto generico sul punto o, comunque, meno incisivo rispetto alle previsioni della L. 1/1991, la quale dettava precisi obiettivi da conseguire attraverso i regolamenti di attuazione della Consob e della Banca d'Italia e, cioè, in particolare:

- regole atte a garantire "che nello svolgimento delle (attività di intermediazione) non si abbia scambio di informazioni e di responsabilità di gestione tra chi opera nelle diverse attività" (art. 9, secondo comma, L. 1/1991);
- "criteri contabili ed organizzativi che assicurino la separazione delle varie attività esercitate e delle connesse responsabilità di gestione" (art. 9, quinto comma, L. 1/1991).

Il decreto in esame, invece (art. 25, primo e secondo comma):

- delega *tout court* alla Banca d'Italia la regolamentazione della "organizzazione amministrativa e contabile e (dei) controlli interni", senza specificare criteri direttivi di sorta;
- demanda alla Consob l'adozione di misure idonee a "ridurre al minimo il rischio di conflitto d'interesse, anche attraverso la regolamentazione dei flussi informativi tra i diversi settori dell'organizzazione aziendale", anche qui senza esplicitare appieno il principio delle *chinese walls.*

È pertanto auspicabile, ma altresì prevedibile, che i regolamenti di attuazione provvederanno a colmare le lacune evidenziate a livello

(22) Si vedano, per tutti, FUSCONI A., *op. cit.*, pp. 51 e197; ZADRA G., *op. cit.*, pp. 184 e 288 e ss.

legislativo, senza discostarsi poi troppo dall'orientamento assunto nel quadro normativo previgente.

Subisce, invece, una radicale innovazione la disciplina in materia di concentrazione delle operazioni nei mercati regolamentati. La definizione di quest'ultimi, anzitutto, viene ad assumere una connotazione internazionale, ricomprendendovi non solo i mercati regolamentati italiani, ma anche quelli comunitari ed extracomunitari riconosciuti dalla Consob. In tali mercati possono operare le imprese di investimento e le banche, sia italiane che estere, autorizzate all'esercizio dei servizi di negoziazione (23). Tuttavia l'obbligo di esecuzione delle negoziazioni dei valori mobiliari trattati nei mercati regolamentati esclusivamente in detti mercati non è più disposto, in via generale, dalla legge (vedasi, invece, l'art. 11 della L. 1/1991). Il decreto in esame riconosce, infatti, alla Consob la facoltà di disciplinare, conformemente alla normativa comunitaria, le ipotesi in cui le negoziazioni debbano essere effettuate nei mercati regolamentati e di stabilire le condizioni in presenza delle quali tale obbligo non sussiste. Analogamente a quanto previsto dalla L. 1/1991, restano comunque esclusi dalla disciplina della concentrazione i titoli di Stato o garantiti dallo Stato.

Dai primi commenti sul decreto "Eurosim" si evince la naturale preoccupazione degli operatori per la caduta dell'obbligo di concentrazione (24). Ciò non deve stupire, se si tiene presente il dibattito - ormai antico - sulla carenza dei requisiti di spessore e ampiezza, caratterizzante il nostro mercato borsistico (25). Proprio in virtù di tale problema, l'introduzione nel 1991 del principio di concentrazione degli scambi aveva riscosso il plauso della dottrina, offrendo altresì, in tempi relativamente brevi, un riscontro positivo in termini di volumi scambiati

(23) Si prescinde, ancora una volta, per semplicità dagli "altri soggetti abilitati", ammessi al mutuo riconoscimento.

(24) Vedasi, ad esempio, "Il Sole 24 ore" del 3 settembre 1996, p. 23.

(25) Sulle nozioni di spessore e ampiezza del mercato cfr., per tutti, ZADRA G., *op. cit.*, p. 67 e ss.

nei mercati regolamentati e, quindi, di trasparenza e significatività dei prezzi. Quel che si paventa, oggi, è una profonda battuta d'arresto, se non addirittura un passo indietro, nel tortuoso cammino verso il miglioramento dell'efficienza dei mercati mobiliari nazionali, con particolari conseguenze per quanto attiene alla fiducia degli investitori in detti mercati. In particolare, si teme un ritorno alla prassi dell'incrocio degli ordini di segno opposto (come avveniva nei c.d. "borsini" bancari, prima della L. 1/1991), fenomeno fino a ieri confinato entro gli angusti limiti della regola della *"best execution"*, unica possibilità di deroga al principio di concentrazione (blocchi e spezzature a parte) e, comunque, disciplinata in maniera tale da garantire la trasparenza dell'operazione per il mercato (26).

Al riguardo non può che richiamarsi un principio cardine dell'economia dei mercati finanziari: la graduale *deregulation* di siffatti mercati presuppone il raggiungimento di un certo grado di efficienza spontanea del sistema, vuoi in termini informativi, vuoi a livello di *trading* e significatività dei prezzi, a prescindere dalla regolamentazione esogena che, anzi, nel contesto delineato, determinerebbe inutili aggravi di costo per gli operatori (27). A tutto concedere, non è certo questa la situazione dei mercati mobiliari italiani. E non può che condividersi, allora, un orientamento nel senso della tutela del principio di concentrazione degli scambi, tanto più che la Direttiva 93/22, facendosi evidentemente carico della problematica appena esaminata, contiene un'espressa clausola di salvaguardia in tal senso, consentendo agli Stati membri di disporre obblighi di concentrazione nei mercati regolamentati nazionali o comunque riconosciuti in base al diritto comunitario, ricorrendo talune condizioni (cfr. art. 14, terzo, quarto e quinto comma della citata Direttiva).

Per concludere sul tema degli obblighi di comportamento, è d'uopo fare un breve cenno alla disciplina dell'offerta fuori sede, considerata, nel

(26) Sul principio della *best execution* ed i relativi riferimenti normativi, si vedano FUSCONI A., *op. cit.*, p. 272 e ss. e ZADRA G., *op. cit.*, p. 298 e ss.

(27) Cfr., sul punto, FUSCONI A., *op. cit.*, p. 31 e ss.

quadro della nuova disciplina, come modalità di svolgimento dei servizi di investimento in valori mobiliari e non più quale autonoma attività di intermediazione. Legittimati all'offerta fuori sede di strumenti finanziari sono soltanto:

- i soggetti autorizzati allo svolgimento dei servizi di collocamento di valori mobiliari;
- gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (es. società di gestione di fondi comuni d'investimento), limitatamente alle azioni o quote emessi dagli stessi.

Imprese di investimento e banche sono invece generalmente legittimate all'offerta fuori sede dei propri servizi d'investimento. Ove, però, l'offerta abbia per oggetto servizi prestati da altri intermediari, i predetti soggetti debbono essere autorizzati allo svolgimento del servizio di collocamento. Non si considera offerta fuori sede quella effettuata nei confronti di investitori professionali, siccome individuati con regolamento della Consob, sentita la Banca d'Italia (28).

A garanzia e tutela dell'investitore, viene ribadito dal decreto in esame che per l'offerta fuori sede, sia di strumenti finanziari che di servizi di investimento, i soggetti abilitati debbono avvalersi di promotori finanziari. La disciplina di questi ultimi, riformulata nell'art. 23 del decreto, ricalca sostanzialmente le regole di fondo stabilite nella L. 1/1991. I promotori finanziari sono soggetti alla vigilanza regolamentare, ispettiva e informativa della Consob.

Del tutto innovativa è invece la previsione, quale particolare modalità di prestazione dei servizi di intermediazione mobiliare, della promozione e

(28) È interessante notare, *en passant*, la modifica dello *jus poenitendi* in tema di contratti di gestione patrimoniale conclusi mediante offerta fuori sede ovvero attraverso "tecniche di comunicazione a distanza"(su cui v. *infra* nel testo). Il diritto di recesso può adesso essere esercitato nei 7 giorni dalla data di sottoscrizione del contratto e non è più rinunziabile dal cliente (così, analogamente, il D.L.vo 15 settembre 1992, n. 52, in materia di contratti negoziati fuori dai locali commerciali - c.d. "vendita a domicilio" - non applicabile, peraltro, ai contratti relativi a valori mobiliari).

collocamento attraverso tecniche di comunicazione a distanza di servizi di investimento e strumenti finanziari. Il tema è, evidentemente, di notevole attualità, attesa, in particolare, l'evoluzione e la diffusione delle reti telematiche *"user friendly"*, come la celeberrima Internet.

Il decreto, una volta definita la fattispecie, ne demanda l'eventuale disciplina alla potestà regolamentare della Consob (29). Sarà, pertanto, la stessa Consob a valutare l'opportunità di una specifica disciplina della materia in conformità dei princìpi disposti, più in generale, in tema di offerta fuori sede, nonché individuando i casi in cui gli intermediari debbono avvalersi obbligatoriamente di promotori finanziari.

7. L'apparato sanzionatorio

7.1 Le sanzioni penali

Un discorso a sé stante merita l'apparato sanzionatorio introdotto dal decreto "Eurosim" in sostituzione di quello, per la verità piuttosto scarno, della L. 1/1991 (30).

A livello di sanzioni penali, viene anzitutto riregolamentata la fattispecie di abusivismo da parte di chi svolge uno o più servizi di investimento ovvero l'attività di promotore finanziario senza, rispettivamente, esservi autorizzato ovvero essere iscritto al relativo albo. La fattispecie sanzionatoria viene assimilata, anche nella formulazione letterale, a quanto disposto dal T.U. bancario. La sanzione prevista è la reclusione da 6 mesi a 4 anni unitamente alla multa da lire 4 milioni a lire 20 milioni (mentre la L. 1/1991 prevedeva - accanto alle medesime pene detentive - la multa da 10 a 200 milioni). Rispetto alla disposizione contenuta nell'art. 14 della L. 1/1991, è stata soppressa la previsione

(29) Ma vedi anche, alla nota precedente, quanto già disposto in materia di *jus poenitendi*.

(30) Ci si limita qui alla disamina delle sanzioni previste nel settore dell'intermediazione mobiliare. In merito alle modifiche dell'apparato sanzionatorio di cui al T.U. bancario, si veda, in particolare, l'art. 64 del decreto in commento.

relativa alla confisca obbligatoria e alla pena accessoria. "Tale eliminazione" - recita la relazione al decreto - "trova giustificazione - sotto il profilo giuridico formale - nell'opportunità di adeguare la sanzione a quella prevista dal T.U. bancario per violazioni omogenee e di pari offensività e - dal punto di vista sostanziale - nella scarsa utilità pratica di tali previsioni. Infatti, la confisca delle cose che sono servite o sono state destinate a commettere il reato è comunque consentita dall'art. 240 del codice penale e la pena accessoria dell'interdizione finisce per conseguire l'effetto che la normativa in materia di requisiti di onorabilità degli esponenti aziendali già produce" (31).

Ulteriore novità è rappresentata dalla previsione di una sanzione di tipo "civilistico" consistente nell'attivazione della procedura *ex* art. 2409 c.c. da parte della Consob ovvero della Banca d'Italia, quando vi sia fondato sospetto che una società svolga servizi d'investimento in via abusiva.

La stessa pena disposta per l'abusivismo, infine, si applica all'offerta fuori sede ovvero alla promozione o collocamento, mediante tecniche di comunicazione a distanza, di servizi d'investimento o strumenti finanziari da parte di soggetti non legittimati. La previsione non fa altro che adeguare il regime sanzionatorio alla diversa collocazione normativa dell'offerta fuori sede, considerata non più quale autonoma attività di intermediazione bensì come modalità di svolgimento dei servizi di investimento.

Rispetto a quanto disposto dalla L. 1/1991 la fattispecie di abuso di denominazione viene invece depenalizzata. Il decreto "Eurosim" ne amplia, tuttavia, la portata prevedendo, quale ipotesi residuale, l'uso di "altre parole o locuzioni, anche in lingua straniera, idonee a trarre in inganno sulla legittimazione allo svolgimento dei servizi di investimento". La sanzione amministrativa pecuniaria prevista va da lire 2 milioni a lire 20 milioni (vedi, comunque *infra*, paragrafo successivo).

(31) Relazione illustrativa del D.L.vo 415/1996, *sub* art. 57, p. 22.

Il decreto in esame introduce quindi ulteriori fattispecie di reato, non contemplate dalla L. 1/1991, nella prospettiva di rafforzare, ove possibile, la tutela del risparmio degli investitori che si rivolgono al mercato dei valori mobiliari. Sono previste, al riguardo, due nuove contravvenzioni:

- "gestione infedele", a danno del cliente, di portafogli di investimento, in violazione delle disposizioni regolanti i conflitti di interesse;
- "confusione di patrimoni", ovvero violazione delle norme sulla separazione degli stessi, con conseguente danno arrecato al cliente.

Le fattispecie, ancorché contravvenzionali, prevedono il dolo specifico ("al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto"). La pena è, in entrambi i casi, l'arresto da 6 mesi a 3 anni e l'ammenda da lire 10 milioni a 200 milioni.

Altre sanzioni penali sono introdotte in relazione alle violazioni degli obblighi posti a fini di vigilanza. In particolare, la falsità delle comunicazioni previste per l'assunzione di partecipazioni qualificate al capitale delle Sim è punita con l'arresto da 6 mesi a 3 anni e con l'ammenda da lire 10 milioni a lire 100 milioni. Per l'omissione o il ritardo delle stesse comunicazioni si applica, invece, una sanzione amministrativa (v. *infra*, paragrafo successivo).

L'art. 42 del decreto in commento introduce, quindi, parallelamente a quanto già previsto dall'art. 134 del T.U. bancario, disposizioni volte alla tutela dell'attività di vigilanza. La falsità delle comunicazioni effettuate agli organi di vigilanza dagli esponenti aziendali di imprese di investimento, di banche o di altri soggetti abilitati (in particolare, società finanziarie ex art. 107, T.U. bancario), configura un delitto punito con la reclusione da 1 a 5 anni e con la multa da lire 2 milioni a lire 20 milioni. La fattispecie è a dolo specifico ("al fine di ostacolare l'esercizio delle funzioni di vigilanza"). Costituiscono, altresì, fattispecie contravvenzionali i comportamenti, tenuti da esponenti aziendali delle imprese di investimento, banche e altri soggetti abilitati, che ostacolino l'esercizio di funzioni di vigilanza attribuite alla Banca d'Italia o alla Consob; la pena prevista è l'arresto fino a 1 anno e l'ammenda da lire 25 milioni a lire 100 milioni.

7.2 Le sanzioni amministrative

Venendo alle sanzioni amministrative introdotte dal decreto "Eurosim", va segnalato, anzitutto, un radicale cambiamento d'impostazione rispetto al sistema previsto dalla L. 1/1991. L'art. 21, primo comma, lett. r), della legge delega sancisce il principio in base al quale - nel definire le sanzioni amministrative pecuniarie previste per assicurare l'osservanza delle norme di recepimento delle direttive comunitarie in materia di servizi di investimento e delle disposizioni generali e particolari enunciate sulla base di esse - deve tenersi conto dei princìpi della L. 689/1981 e successive modificazioni, con particolare riguardo all'applicazione delle sanzioni nei confronti delle persone fisiche.

Coerentemente con tale criterio, il decreto in esame attua il passaggio dal sistema previsto dalla L. 1/1991, incentrato sulla applicabilità delle sanzioni pecuniarie alle Sim, ad uno basato sul principio della responsabilità dei vertici aziendali e dei dipendenti. Per cui, laddove la L. 1/1991 disponeva l'accertamento delle violazioni e l'irrogazione delle relative sanzioni nei confronti delle persone giuridiche, il decreto Eurosim (art. 43) pone la responsabilità in capo a due precise categorie di soggetti persone fisiche:

- coloro che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione presso imprese d'investimento, banche o altri soggetti abilitati nonché i relativi dipendenti;
- coloro che svolgono funzioni di controllo presso gli anzidetti intermediari, sia per le ipotesi di violazione dei doveri propri sia per i casi di omessa vigilanza.

L'individuazione dei predetti soggetti segue un criterio basato sulla funzione svolta all'interno della società piuttosto che sulla qualifica soggettiva formale, così da ricomprendere tutti quei soggetti che, per la posizione rivestita, si trovino a determinare (o a controllare) la gestione aziendale. In conseguenza di tale scelta, peraltro coerente con l'approccio adottato dal T.U. bancario, la concreta individuazione dei

responsabili presupporrà un attento esame della struttura organizzativa della società e la ricerca degli effettivi centri decisionali.

Va peraltro sottolineato che, ai sensi dell'art. 44, settimo comma, del decreto in oggetto, "le società e gli enti ai quali appartengono i responsabili delle violazioni rispondono del pagamento della sanzione e sono tenuti a esercitare il diritto di regresso verso i responsabili". La disposizione appare ispirata da esigenze di garanzia di un'agevole e sicura riscossione delle somme dovute, ferma restando l'imputabilità della sanzione pecuniaria alle persone fisiche responsabili e, quindi - quanto meno in teoria - il relativo effetto deterrente perseguito dalla normativa.

La procedura di applicazione delle sanzioni (art. 44) segue un *iter* analogo a quanto previsto dall'articolo 145 del T.U. bancario. La Banca d'Italia e la Consob, secondo le rispettive competenze, procedono alla contestazione degli addebiti agli interessati, garantendo il contraddittorio. La sanzione è poi applicata dal Ministro del Tesoro, con decreto motivato. Avverso quest'ultimo è ammesso il reclamo alla Corte d'Appello di Roma, competente in unico grado, che si pronunzia in Camera di Consiglio, sentito il p.m., con decreto motivato (32). Non è applicabile l'art. 16 della L. 689/1981, e cioè la possibilità del pagamento della sanzione in misura ridotta.

È infine importante notare che l'art. 66 del decreto "Eurosim" prescrive che, dall'entrata in vigore del medesimo decreto e per tutta la durata del periodo transitorio della sua applicazione (fino a che, cioè, non verrà sostituito il complesso apparato regolamentare di attuazione delle norme legislative, in conformità delle nuove disposizioni), le violazioni delle disposizioni emanate ai sensi della L. 1/1991 saranno sanzionate ai sensi dei sopra citati artt. 43 e 44, con la procedura ivi prevista.

(32) Lo stesso decreto - si deve ritenere - può essere oggetto di ulteriore ricorso per Cassazione, per soli motivi di legittimità (cfr., sul tema della procedura sanzionatoria in generale, FERRAJOLI L., in "Il Sole 24 Ore" del 3 settembre 1996, p. 23).

Per concludere sul tema e omettendo, per brevità, di elencare le singole fattispecie assoggettate a sanzione amministrativa pecuniaria, appare opportuno precisare che le violazioni si riferiscono non solo a precisi obblighi sanciti dalle norme del decreto, ma anche alle "relative disposizioni generali o particolari impartite dalla Consob o dalla Banca d'Italia".

Cap. Dott. Bruno Bartoloni
S.Ten. Dott. Alessio Pacces