

## La riforma della Borsa di Londra. I problemi prudenziali

Il 27 ottobre 1986 sono state abolite le ultime vestigia della struttura basata sulle commissioni minime fisse in uso presso la Borsa di Londra dal 1911, e inoltre il sistema della "single capacity" (o *broker*, intermediario per conto della clientela, o *jobber*, operatore in proprio) ha ceduto il posto a quello della "dual capacity" (possibilità di esercitare l'una e l'altra attività). Tale evento, il cosiddetto "Big Bang", è l'aspetto saliente di una serie di riforme iniziate nell'aprile 1982 (e riassunte nel prospetto delle pagine seguenti). I fattori che insieme hanno contribuito a imporre tali cambiamenti sono facilmente individuabili: la minaccia di concorrenza da parte delle borse estere e degli operatori fuori mercato, le richieste degli investitori istituzionali, l'"accordo" del 1983 fra Governo e Borsa, il progresso tecnologico nei sistemi di computerizzazione e di informazione. Evidenti sono altresì i vantaggi che possono derivarne al mercato dei valori mobiliari e all'economia del Regno Unito, in termini di maggiori proventi dalle partite invisibili, e di migliori prospettive per l'occupazione. È invece lecito dubitare, nonostante i miglioramenti apportati dal *Financial Services Act*, della validità dell'attuale struttura di vigilanza nell'affrontare i nuovi e potenzialmente gravi problemi di prevenzione dei rischi.

### I problemi prudenziali

*Potere di monopolio e predominio estero.* Oltre ai problemi connessi al "dealing" mediante computer — inaffidabilità della diffusione delle informazioni sui prezzi, insufficiente informazione sull'attività svolta, inefficienti sistemi di regolamento e possibilità di cattivo funzionamento dei computer (come nel caso della *débâcle* del marzo 1986 sul mercato delle opzioni) — ciò che soprattutto preoccupa è il pericolo che il mercato dei valori mobiliari risulti alla fine dominato da pochi, grossi

## RIFORMA DELLA BORSA DI LONDRA

Data	Riforme annunciate o attuate
aprile 1982	Si autorizzano gli "outsiders" (società non membri della Borsa) a detenere fino al 29,9 per cento del capitale di una società membro, contro il 10 per cento precedente (limite introdotto nel 1969).
27 luglio 1983	Il Segretario di Stato per il Commercio e l'Industria giunge ad un accordo con il Presidente della Borsa. L'accordo prevede che l'indagine sul codice di autodisciplina della Borsa condotta dall' <i>Office of Fair Trading</i> non sarà deferita alla <i>Restrictive Practices Court</i> , purché la Borsa accetti di eliminare progressivamente, entro la fine del 1986, le commissioni fisse e di ammettere gli "outsiders" a far parte del Consiglio della Borsa.
dicembre 1983	Cinque membri esterni nominati a far parte del Consiglio della Borsa.
9 aprile 1984	Le società membri della Borsa sono autorizzate a creare sussidiarie internazionali di intermediazione di valori mobiliari esteri per competere con le società d'oltre Manica in tale settore (con esclusione però delle ADRs — "American Deposit Receipts", ricevute americane di deposito —, e di titoli britannici detenuti da residenti del Regno Unito). Le società che agiscono in tale veste non sono tenute a seguire il principio della "single capacity" e ad applicare le commissioni minime; inoltre è consentito a società estere di detenere fino al 49,9 per cento del capitale di dette sussidiarie.
aprile 1984	La Borsa di Londra pubblica uno schema di discussione nel quale si espongono possibili futuri sistemi di "trading" e si analizzano gli altri cambiamenti raccomandati al codice di autodisciplina della Borsa; fra i punti di maggior rilievo, si osserva in particolare che: <ul style="list-style-type: none"> <li>— la "single capacity" è destinata a scomparire;</li> <li>— la migliore alternativa al sistema di "dealing" in vigore è costituita da un nuovo sistema centralizzato di "market making" in cui agiscono "committed market makers":</li> </ul>

Data	Riforme annunciate o attuate
	<ul style="list-style-type: none"> <li>— i partecipanti ("brokers-dealers") al nuovo sistema di "dealing" potranno agire come agenti o in proprio, oppure in entrambe le vesti, purché sia reso noto al cliente quale sia il loro ruolo;</li> <li>— il limite posto alla partecipazione degli "outsiders" al capitale delle società membri dovrebbe essere abolito;</li> <li>— si dovrebbe rendere meno rigida la norma che vieta ad una società non membro di detenere un interesse superiore al 5 per cento in una società membro qualora essa abbia già una partecipazione del 29,9 per cento al capitale di un "broker" o "dealer" di Borsa;</li> <li>— dovrebbe essere consentito l'ingresso di nuove società in Borsa, dietro corresponsione di un versamento per l'ammissione;</li> <li>— occorrerebbe favorire l'evoluzione del mercato dei titoli di Stato sul modello del mercato dei "Treasury Bonds" negli Stati Uniti;</li> <li>— il riassetto del mercato azionario renderà necessaria l'introduzione di nuove tecnologie di sostegno.</li> </ul>
settembre 1984	Il Consiglio della Borsa approva il sistema di "dealing" raccomandato nello schema di discussione di cui sopra.
17 giugno 1985	La Banca d'Inghilterra pubblica un elenco di 29 richieste di ammissione alla "primary dealerships" (intermediazione sul mercato dei nuovi titoli del debito pubblico).
24 giugno 1985	Il Consiglio della Borsa annuncia che gli "outsiders" potranno detenere fino al 29,9 per cento del capitale di società membri, indipendentemente da qualsiasi altro investimento nelle società di brokeraggio e di "dealing"
1 marzo 1986	Viene abolito il limite alla partecipazione al capitale di società membri da parte di "outsiders", ed è rimossa la moratoria — introdotta nel luglio 1984 — alla creazione di nuove società membri con finanziamenti esterni.
27 ottobre 1986	Le commissioni fisse sulle transazioni ed il principio della "single capacity" sono aboliti.

gruppi internazionalmente diversificati. Una tale situazione comporterebbe, a sua volta, due rischi: 1) che il potere di monopolio acquisito di fatto dalle "banche universali" che emergerebbero possa essere usato a danno del consumatore (in questo caso, dell'investitore), e, 2) che, ove il controllo effettivo del gruppo si trovasse all'estero (cosa plausibile, data la più lunga esperienza dei mercati deregolamentati e la più elevata capitalizzazione degli operatori stranieri), il Regno Unito ne risulti danneggiato.

La tesi in favore della concentrazione si basa soprattutto sull'idea che economie di scala<sup>1</sup> e di ampiezza<sup>2</sup> favoriranno l'agglomerazione a spese della specializzazione. Non è però certo che sia necessariamente così, anche se la norma dell'ottobre 1986, che esclude l'applicazione della *Value Added Tax* — la nostra IVA — alle commissioni sulle transazioni fra operatori all'interno della stessa sussidiaria di un gruppo, conferisce indubbiamente alle agglomerazioni vantaggi concorrenziali rispetto ai "brokers" di agenzia. A loro volta gli argomenti in favore della diversificazione pongono l'accento su: la comodità e il minor costo, in termini di spese di viaggio e di ricerca, offerti al cliente dal "supermercato finanziario"; le economie realizzabili nella valutazione dei rischi di credito e nelle operazioni di commercializzazione e pubblicitarie da intermediari a prodotti finanziari multipli; la riduzione (che la diversificazione assicura) dei costi per le strutture tecnologiche e di quelli connessi con capacità produttive inutilizzate. Le argomentazioni tendenti a dimostrare l'esistenza di un limite naturale alla diversificazione pongono peraltro in evidenza la possibilità che l'inasprirsi della concorrenza riduca la profittabilità della diversificazione; i limiti alla possibilità di realizzare economie di scala e di ampiezza e le probabili diseconomie sotto il profilo manageriale;<sup>3</sup> le resistenze dei consumatori; le barriere culturali; la possibilità di creare società cooperative (Lewis, 1985).

Il timore di un eventuale predominio estero concerne la possibilità che si riduca la quota del Regno Unito nel mercato finanziario mondiale, con le relative conseguenze per bilancia dei pagamenti (a causa dei

<sup>1</sup> Si realizzano economie di scala allorché un aumento della produzione di un bene omogeneo permette di conseguire una riduzione dei costi unitari.

<sup>2</sup> Si realizzano economie di ampiezza allorché la produzione congiunta di due o più prodotti permette di conseguire costi minori della somma dei costi necessari per produrre separatamente una uguale quantità di ciascuno dei prodotti.

<sup>3</sup> Le politiche di diversificazione attuate in passato dagli intermediari finanziari del Regno Unito tendono a confermare questa tesi. Ad esempio, sia le iniziative delle "finance houses" nel settore del credito mobiliare nella metà degli anni settanta, sia, più di recente, quelle delle banche nel settore dei prestiti a medio termine a stati ed enti pubblici esteri sono risultate, in molti casi, tutt'altro che redditizie.

minori proventi dalle partite invisibili) e per l'occupazione, e che i problemi di vigilanza si aggravino. Fra l'altro, gli operatori esteri potrebbero essere meno sensibili alla "moral suasion" che viene spesso esercitata per attivare "sostegni d'emergenza" per il salvataggio di intermediari finanziari in difficoltà; e le autorità non gradirebbero certo la prospettiva di un predominio, sul mercato primario dei titoli del debito pubblico, di gruppi stranieri che potrebbero determinare il costo dell'indebitamento a lungo termine del Governo britannico.

*Armonizzazione della vigilanza a livello internazionale.* Un altro motivo di preoccupazione è la mancanza di armonizzazione dei sistemi di vigilanza dei singoli paesi (e, soprattutto, delle norme sulle quotazioni e sulla trasparenza nelle transazioni e dei meccanismi di "clearing" e di regolamento), con un Regno Unito che in genere è all'avanguardia nel processo di deregolamentazione. È vero che la deregolamentazione delle commissioni è stata realizzata con lentezza nel Regno Unito, ma è altrettanto vero che l'assenza di limiti alla diversificazione per gli intermediari finanziari operanti nel Regno Unito contrasta nettamente con il sistema vigente negli Stati Uniti (dove il *Glass-Steagall Act* impone la separazione fra banche d'investimento e banche commerciali), in Giappone (ove l'Articolo 65 della legge sui titoli e sulla Borsa rappresenta l'equivalente del *Glass-Steagall Act*), in Canada e altrove. Se non si perverrà ad una maggiore armonizzazione e uniformità di approccio, sull'esempio del Concordato di Basilea che regola l'attività bancaria internazionale, vi è il rischio che certe operazioni sfuggano alla regolamentazione, che pratiche scorrette (ad esempio l'"insider trading") siano più difficili da sradicare, che si vengano a creare disparità di trattamento sul piano della concorrenza (ad esempio, per effetto di obblighi di capitalizzazione differenti — caratteristica, questa, diffusa nell'industria bancaria —, o di un'applicazione diversificata di barriere all'ingresso nel mercato), e che la corsa alla deregolamentazione competitiva trascini la vigilanza al livello del minimo denominatore comune, quando l'esigenza di una efficace vigilanza sia sacrificata al desiderio di conservare la propria quota di mercato.<sup>4</sup> Verrebbe così

<sup>4</sup> Un esempio che illustra bene questo punto è dato dal fatto che attualmente la Borsa di New York sta esaminando la possibilità di emendare una sua disposizione che pone forti limiti alla vendita allo scoperto di azioni. Oggi infatti, per contenere le manipolazioni dei prezzi delle azioni, si permette la vendita allo scoperto solo allorché le transazioni precedenti abbiano dato luogo ad un aumento di prezzi. Le pressioni in favore dell'emendamento possono ricollegarsi direttamente al fatto che la regolamentazione della Borsa di Londra non prevede alcuna disposizione dello stesso tenore, il che ha indotto alcune società operanti in valori mobiliari ad aggirare la restrizione passando per il mercato di Londra.

stabilità del sistema finanziario interno e di quello internazionale. L'internazionalizzazione del mercato dei valori mobiliari, il progresso nelle tecnologie dell'informazione, l'attenuarsi della distinzione fra finanziamento bancario e finanziamento ottenuto ricorrendo al mercato dei capitali (il cosiddetto processo di "cartolarizzazione"), l'allentamento dei controlli sui cambi e l'esistenza di ostacoli all'attività di vigilanza (ad esempio, norme di segretezza), tutto ciò contribuisce ad aumentare i rischi. Sebbene la *International Association of Securities Commission* stia già ricercando le vie per facilitare l'introduzione, a livello nazionale, di norme mediante la cooperazione ed accordi internazionali, la velocità dei mutamenti cui oggi si assiste rende necessaria la creazione di un nuovo e più agile *forum*, in cui discutere i problemi e trovarne le soluzioni.

Fortunatamente, su questo fronte un certo progresso c'è stato. Il primo evento significativo è dato dall'accordo del maggio 1986 fra le autorità statunitensi e giapponesi di vigilanza sul mercato dei valori mobiliari, che prevede lo scambio di informazioni in caso di frode e di "insider trading". L'accordo è derivato dalla decisione della *Stock Exchange Commission* (SEC) di perseguire truffatori e disonesti ovunque operassero, e seguiva l'"intesa" raggiunta con le autorità svizzere nel 1982 sull'accesso alla documentazione bancaria di clienti sospetti di "insider trading" (un accordo analogo è stato concluso con le Isole Cayman nel luglio 1986). Anche il Regno Unito ha dato il suo contributo a tale progresso: nel settembre 1986 il *Department of Trade and Industry* (DTI) ha firmato un "memorandum d'intesa" con le autorità statunitensi preposte alla regolamentazione del mercato dei valori mobiliari e del mercato a termine delle merci, cioè rispettivamente con la SEC e la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC). Questo documento, cui seguiranno un trattamento formale di assistenza reciproca e analoghi accordi bilaterali fra il Regno Unito e altri paesi (in particolare Giappone e paesi europei), predispone uno schema per lo scambio riservato di informazioni su quanti siano sospetti di "insider dealing", di scorrettezze, di manipolazioni del mercato, di violazioni di norme nazionali di vigilanza. Infine, nel settembre 1986 la *International Federation of Stock Exchanges* ha reso noto di avere allo studio mezzi per migliorare l'efficacia della regolamentazione del mercato internazionale dei valori mobiliari.

*Adeguatezza del capitale e competenza manageriale.* Altri problemi riguardano la valutazione dell'adeguatezza del capitale e delle qualità professionali (Jacob, 1985) in considerazione dei nuovi rischi che si

dovranno affrontare. In particolare, la definizione del capitale obbligatorio "adeguato" rischia di mettere a dura prova le autorità, data la scarsa esperienza sulla quale esse potranno basarsi. Un approccio troppo "conservatore" può distogliere "attività" dalla piazza di Londra, mentre un approccio troppo "liberale" può rendere meno efficace la tutela dell'investitore. Analogamente, l'esame dei dirigenti delle società autorizzate, per valutare se siano persone "adatte e oneste", previsto dal *Financial Services Act*, non assicura che i dirigenti posseggano le qualità necessarie ad affrontare le esigenze del nuovo mercato. Fino a che punto gli investitori dovrebbero essere protetti da persone oneste, ma incompetenti? La risposta non sarebbe tanto importante se le perdite fossero lievi; ma dato che da più parti (anche dalle stesse autorità preposte alla regolamentazione) si levano previsioni di un vero e proprio massacro, vi è il rischio di una reazione sfavorevole contro un sistema che, pur prevedendo un modesto indennizzo (il *Securities and Investment Board* — SIB — accenna a 30.000 sterline) non assicura una preparazione sufficiente.

*La gestione del "fallout".* La prospettiva di un'alta percentuale di vittime, anche se il volume dell'attività dovesse esplodere, in seguito al "Big Bang" dell'ottobre 1986, in modo analogo a quanto avvenuto negli Stati Uniti, o in seguito all'abolizione dello *Stamp Duty* (il bilancio 1986 ne ha previsto un'ulteriore riduzione di mezzo punto, portandolo allo 0,50 per cento), solleva il delicato problema di come si debba gestire l'espulsione dal mercato. La teoria dei mercati "contestabili" (Baumol, 1982) richiede che l'uscita sia resa più facile possibile, nell'interesse di una distribuzione ottimale delle risorse. L'esistenza di un fondo di compensazione faciliterà questo processo, ma resta da vedere se il principio del *caveat emptor* sarà inesorabilmente al di sopra delle 30.000 sterline (è probabile che questa cifra venga aumentata).

*Conflitti d'interesse.* Poiché la tendenza verso ulteriori agglomerazioni entro il sistema finanziario continuerà ineluttabilmente, è prevedibile che i conflitti d'interesse che gli intermediari finanziari dovranno affrontare saranno molto più numerosi e seri. Naturalmente i conflitti d'interesse non sono una novità, e gli esempi qui di seguito riportati servono ad illustrarne la varietà già esistente nel Regno Unito prima del "Big Bang". Gli "investment trusts" e gli "unit trusts" sono di solito amministrati da una "issuing house", che può avere la tentazione di usare il *trust* come "pattumiera". Le "clearing banks", che forniscono

servizi di consulenza e di gestione all'attività di investimento e nello stesso tempo curano la sottoscrizione di nuove emissioni, sono esposte al sospetto di fornire consigli non imparziali (lo stesso vale nel caso in cui esse offrano assicurazioni sulla vita, ma ricevano commissioni soltanto da alcune società di assicurazione e su determinati tipi di polizze). Esse possono inoltre beneficiare — come le "merchant banks" — di informazioni raccolte nell'esercizio delle loro attività di finanziamento. Neppure le società di brokeraggio sono immuni dal sospetto di conflitto d'interessi. Esse sono largamente impegnate in attività di gestione discrezionale di fondi e di consulenza per investimenti,<sup>5</sup> e trattano anche finanziamenti a società e operazioni di emissione; di queste quattro attività, le due centrali possono consentire di migliorare l'andamento dei fondi gestiti scaricando su investitori ignari titoli poco brillanti o valendosi di informazioni riservate raccolte nella sezione che si occupa dei finanziamenti a società, e la consulenza per investimenti può essere anche orientata a ingrossare i proventi derivanti dalle commissioni (ad esempio incoraggiando operazioni in titoli negoziati in Borsa o scambi eccessivi).

La forma tradizionale di regolamentazione — la "compartimentalizzazione" dei partecipanti al mercato, imposta mediante restrizioni alle varie forme di attività e altri ostacoli all'ingresso nel mercato — affrontava il problema del conflitto d'interessi in modo abbastanza efficace, ma al prezzo di una minore concorrenza e di una ridotta spinta innovativa, indebolendo la posizione concorrenziale degli operatori nazionali sull'arena internazionale e provocando serie distorsioni nella allocazione delle risorse.

In sostanza, il sistema della "single capacity", in vigore dal 1911, era stato mantenuto come il miglior mezzo possibile di tutela dell'investitore grazie all'eliminazione del principale conflitto di interessi per i "brokers": rendere massimi i loro guadagni e massimi nello stesso tempo i profitti degli investitori. In regime di "single capacity" il "broker" non è incentivato a ricercare null'altro, presso i "jobbers", che il migliore prezzo di acquisto o di vendita per il cliente, e tale posizione è rinforzata (i fautori della "link theory"<sup>6</sup> direbbero convalidata) dalle

<sup>5</sup> Secondo le stime di un'indagine condotta dalla Banca d'Inghilterra (*Bank of England Quarterly Bulletin*, giugno 1985, pag. 212), alla fine del 1984 gli agenti di borsa gestivano fondi per un valore di oltre 14 miliardi di sterline e fornivano consulenze sulla composizione di portafogli il cui totale si aggirava sui 32 miliardi di sterline.

<sup>6</sup> "Tesi del collegamento", che ritiene legate in modo inscindibile le due pratiche delle commissioni minime fisse e della "single capacity".

commissioni fisse che assicurano livelli di remunerazione tali da non indurre i "brokers" a cercar di agire in qualità di "dealers", o a svolgere la loro attività con trascuratezza, danneggiando gli investitori.

Nel nuovo assetto della Borsa di Londra il ricorso a disposizioni di legge sarebbe un'ovvia via da seguire per affrontare l'eventuale insorgere di nuovi conflitti d'interesse. Sennonché lo scarso successo delle azioni giudiziarie relative a casi di "insider dealing" da quando, nel 1980, questo è stato definito "reato", non depongono molto in favore di altri interventi legislativi.

Un secondo metodo possibile, preferito dalla maggior parte dei professionisti, sarebbe quello di estendere semplicemente il sistema delle "Chinese Walls" (barriere divisorie). Le norme del 1983 sull'attività dei "dealers" autorizzati — "The Licensed Dealers (Conduct of Business) Rules" — definiscono le "Chinese Walls" come «un meccanismo grazie al quale l'informazione nota a persone operanti in una parte dell'azienda non è accessibile, direttamente o indirettamente, a quanti si occupano di un'altra parte dell'azienda, ed è convenuto che in ciascuna delle parti dell'azienda così divisa le decisioni siano prese senza tener conto di alcun interesse che una qualsiasi altra parte o persona in qualsiasi altra parte dell'azienda possa avere in materia». Di fatto, le "Chinese Walls" sono già largamente usate dalle banche per "separare", mediante una diversa localizzazione o costituendo distinte società, le gestioni di patrimoni, le attività di investimento e i finanziamenti all'industria; ma sono divenute più necessarie ora che banche e "brokers" operano in valori mobiliari.

Il principale argomento in favore della tesi secondo cui "Chinese Walls" sarebbero sufficienti alla tutela dell'investitore si basa sul fatto che risponde all'interesse commerciale dell'impresa assicurare che non vi siano fughe di notizie per non perdere la fiducia dei clienti. Si replica però che la supervisione interna potrebbe risultare insufficiente a rilevare le infrazioni, e che, anche nel caso in cui queste fossero scoperte, non sarebbero, con tutta probabilità, rese note all'esterno, e che inoltre i vantaggi potenziali per i trasgressori potrebbero superare di gran lunga il rischio di essere scoperti, denunciati e sottoposti a trattamento disciplinare (spesso comportante sanzioni irrisorie).

La trasparenza e la possibilità di denuncia sono ulteriori strumenti per evitare conflitti d'interesse. Con un'adeguata pubblicità di tutti i dati utili ai clienti, questi ultimi potranno decidere se conflitti siano o meno accettabili. Nel "nuovo mondo" (cui darà origine il "Big Bang") è probabile che si faccia ricorso a "lettere d'accordo con il cliente" per

dare veste formale ai rapporti, definendo con chiarezza remunerazioni, compensi, e le facoltà con cui la società potrà agire. La presenza di "Chinese Walls" non farà venir meno l'obbligo di rivelare l'esistenza di interessi rilevanti.

Infine, si potrà fornire all'investitore un certo numero di garanzie ulteriori per proteggerlo da conflitti d'interesse potenzialmente dannosi (o per indennizzarlo nel caso di eventuali perdite). Tali garanzie comprendono: l'introduzione di "servizi di vigilanza" da parte delle società stesse (caratteristica frequente nel sistema americano, sebbene non obbligatoria) per assicurare la scrupolosa osservanza delle norme interne e degli eventuali codici di condotta imposti o consigliati dall'esterno; l'applicazione della norma dell'esecuzione dell'ordine "al meglio", che consenta a un "broker" o a un "dealer" di soddisfare le richieste del cliente attingendo al proprio portafoglio solo se potrà dimostrare che il prezzo da lui applicato è il migliore che possa ottenersi sul mercato; la predisposizione di meccanismi di revisione da parte del nuovo sistema di "dealing" della Borsa, che prevede programmi di controllo elettronico dei prezzi. Sarà in tal modo possibile effettuare un preciso riscontro fra le variazioni delle quotazioni archiviate in "tempo reale" e le transazioni oggetto di indagine.<sup>7</sup> Come ultima risorsa per la salvaguardia dell'investitore, si potrà ricorrere ad opportune formule di assicurazione o di indennizzo.

### L'atteggiamento delle autorità sul problema dei conflitti d'interesse

Durante il processo di evoluzione del nuovo assetto di vigilanza, il problema dei conflitti d'interesse è stato esaminato dalla Borsa (novembre 1984), dal *Council for the Securities Industry* (CSI), e dal Governo (in entrambi questi due ultimi casi, nel gennaio 1985). Fra le proposte elaborate dalla Borsa per i casi di conflitto d'interessi vi erano le seguenti regole: 1) le società devono assicurare che tutte le operazioni

<sup>7</sup> Il nuovo sistema di *dealing* (*Stock Exchange Automated Quotation system*, SEAQ — sistema automatizzato di quotazioni della Borsa) sarà sottoposto alla supervisione della sezione di vigilanza della Borsa. I clienti che si ritengono truffati potranno rivolgersi a questa o direttamente al SIB e potranno disporre dei dati archiviati elettronicamente mediante il sistema SEAQ per il periodo che risulta dalla loro "Advice Note", contenente i particolari della transazione. La documentazione relativa ai corsi e alle transazioni sarà mantenuta in archivio per cinque anni.

dei clienti siano eseguite secondo criteri di condotta leale e in linea con la più corretta prassi di mercato; 2) prima di eseguire un'operazione richiesta da un cliente, una società è tenuta a rivelare se un suo membro abbia un interesse rilevante nella transazione proposta; 3) una società controllata dall'ente che emette un titolo, o dalla quale quest'ultimo sia controllato, deve rivelare tale situazione al cliente prima di dar corso alla transazione; 4) divieto alla società di investire in un *unit trust* gestito da essa stessa o da un suo membro, a meno che ciò non sia rivelato al cliente prima che si effettui l'investimento; 5) divieto a tutte le società o loro rappresentanti di compiere per il cliente transazioni eccessive allo scopo di accrescere i proventi da commissioni; 6) la società è tenuta a rivelare in quale veste stia operando; 7) ad una società che riceva dal cliente istruzioni perché esegua l'operazione secondo la "normale misura di mercato", non è consentito acquistare in nome proprio dal cliente o vendere in nome proprio al cliente, a meno che essa non sia in grado di offrire a quest'ultimo un prezzo migliore di quello che avrebbe ottenuto rivolgendosi, in qualità di agente, al "market maker"; 8) una società che svolga contemporaneamente attività di "broker", di gestione di patrimoni e di "market making" deve erigere "Chinese Walls" fra il settore del finanziamento a imprese e quello delle operazioni in titoli, mantenere separate le attività dei due settori, e nominare un "funzionario di vigilanza" che assicuri il rispetto delle norme.

Anche il codice di condotta proposto dal CSI per prevenire possibili conflitti d'interesse è di vasta portata. Le società che intraprendono attività di investimento dovrebbero individuare e rivelare i casi di conflitti d'interesse, e rinunciare all'incarico nel caso in cui l'operazione non possa essere condotta nel modo migliore per il cliente. Le società dovrebbero altresì assicurarsi dell'efficacia dei loro sistemi di "Chinese Walls" e delle altre salvaguardie predisposte a tutela del cliente, ed effettuare le transazioni nel modo migliore possibile per il cliente (cioè preporre l'interesse del cliente al proprio). Infine, prima di consigliare o eseguire qualsiasi operazione, la società deve fornire informazioni su tutti i possibili fatti o interessi rilevanti per il cliente.

Le proposte del Governo, pubblicate in un Libro Bianco, costituiscono un distillato di quanto sinora esposto. Non accettandosi un totale affidamento sul sistema delle "Chinese Walls" all'interno degli agglomerati finanziari, in quanto esso mira a contenere le fughe di informazioni, non i conflitti d'interesse in quanto tali, è stata prospettata una serie di meccanismi di salvaguardia. Si insiste sul rispetto del principio

della "lealtà nelle transazioni", che proibisce le pratiche sleali e tende ad assicurare una corretta condotta. Si raccomanda di compiere le transazioni nel rispetto dell'obbligo di "competenza, accuratezza e diligenza", intendendosi per obbligo di accuratezza quello di agire in modo conforme alle responsabilità assunte. Si richiede un obbligo di "trasparenza", in forza del quale gli operatori dovrebbero rivelare, prima di intraprendere la transazione proposta, qualsiasi interesse rilevante, la veste nella quale essi agirebbero, le commissioni che applicherebbero, le eventuali remunerazioni che potrebbero ricevere da altre parti interessate, e qualsiasi relazione intercorrente con altre parti. Essi non possono porsi in una condizione in cui i loro obblighi verso il cliente siano in conflitto con gli obblighi che hanno nei confronti di terzi o con i propri interessi, a meno che tali circostanze non siano state fatte presenti al cliente e da questi accettate (sembra quindi che il Governo non sia disposto a spingersi fino alla posizione estrema del CSI, che in tali casi proibisce addirittura le transazioni). Infine, nel risolvere specifici conflitti d'interesse, si raccomanda l'osservanza del principio della "esecuzione migliore"; secondo cui tutte le istruzioni dei clienti devono essere eseguite in modo da assicurare il più possibile l'interesse del cliente e la "subordinazione dell'interesse" di chi opera per il cliente.

A sua volta, nel febbraio del 1986, il *Securities Investment Board* (SIB) ha pubblicato un suo progetto di "regole di condotta", attingendo ai tre documenti di cui sopra.<sup>8</sup> Al fine di eliminare pratiche disoneste, il SIB richiede che prima di eseguire qualunque servizio per un cliente, la società faccia del suo meglio per accertare la situazione finanziaria del medesimo, in modo che i servizi forniti siano conformi alle istruzioni e alle condizioni del cliente. Dopo tale accertamento la società è libera di eseguire le operazioni per il cliente, ma solo a condizione di rispettare alcune regole intese a proteggere l'investitore da possibili conflitti d'interesse. Di particolare importanza è l'applicazione della norma della "migliore esecuzione" e delle norme che regolano i casi in cui può essere assunta la "dual capacity". Altre norme richiedono che vengano resi noti eventuali interessi della società in una data operazione, a meno che siano state erette adeguate "Chinese Walls", e che gli interessi della società vengano subordinati a quelli dei suoi clienti. Per garantire

<sup>8</sup> Nel settembre 1986 il SIB ha pubblicato le norme rivedute, che contemplano una nuova figura di investitore, l'"investitore esperto", nei cui confronti alcune norme possono essere applicate in modo meno cogente; le nuove norme inoltre stabiliscono con chiarezza quali informazioni debbano contenere le lettere d'accordo con i clienti.

l'osservanza di queste norme, ogni organizzazione che svolga attività d'investimento deve istituire e rendere operanti procedure che assicurino la vigilanza sull'attività di tutti i propri dirigenti, consociati, impiegati e rappresentanti, e inoltre controllare almeno una volta all'anno l'efficacia di tali misure di vigilanza (relativamente ai propri uffici in Gran Bretagna).

## Il Financial Services Act

La protezione dell'investitore, così come è prevista dal *Financial Services Act*, dovrebbe risultare più efficace e vasta di quanto è avvenuto finora. Mirano a questo scopo l'autorizzazione obbligatoria, concessa sia direttamente dal SIB, sia da una SRO,<sup>9</sup> per quanti svolgano attività d'investimento, l'applicazione di severi codici di condotta, la creazione di un fondo di garanzia centralizzato, l'introduzione di sanzioni più severe come deterrente contro possibili frodi e scorrettezze.<sup>10</sup> Encomiabile è anche il tentativo di razionalizzare i sistemi di vigilanza sull'attività dei diversi operatori finanziari in modo da massimizzare i benefici che il Regno Unito potrà trarre in futuro dal mercato dei valori mobiliari. Ma rimangono pur sempre timori e dubbi sia sulla filosofia dell'approccio seguito, sia sui particolari della sua attuazione.

Anzitutto, i critici sosterranno che gli scandali per casi di "insider trading" emersi nel periodo precedente il Natale 1986 dimostrano la validità della loro opposizione all'elevato livello di regolamentazione non legale previsto dal nuovo assetto di vigilanza. Gli spiacevoli eventi saranno adottati come prova per inficiare la tesi governativa che un sistema fondato sull'autodisciplina dei professionisti e operante entro uno schema legale sia il mezzo meno costoso per rafforzare la tutela dell'investitore successivamente al "Big Bang"; e si rifaranno sentire le voci di quanti auspicano la creazione di una commissione ufficiale

<sup>9</sup> Attualmente cinque organizzazioni hanno chiesto di essere riconosciute quali SROs (*Self Regulating Organizations*): "Financial Intermediaries, Managers and Brokers Regulatory Association"; "The International Stock Exchange"; "Association of Futures Brokers and Dealers"; "Investment Management Regulatory Organization"; "Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organization."

<sup>10</sup> Occorre tuttavia rilevare che la disposizione della Sezione 44 del *Financial Services Bill*, concernente il caso di dichiarazioni fuorvianti o di doloso occultamento di eventi giuridicamente rilevanti, non si applica a dichiarazioni fatte fuori del Regno Unito, o nel Regno Unito, ma relative a persone che si trovano fuori del Regno Unito, o concernenti accordi stipulati oppure operanti fuori del Regno Unito (*Business Law, Financial Times*, 20, 3, 1986).

indipendente sul modello della *Securities and Exchange Commission* degli Stati Uniti. Naturalmente il Governo può compiacersi della tempestività con la quale i nuovi poteri concernenti l'azione investigativa e processuale hanno agito, ma persino i suoi sostenitori nutrono probabilmente qualche dubbio sulla possibilità che il nuovo assetto possa reggere sotto il peso di eventuali altri scandali.

Per quanto riguarda gli aspetti particolari di attuazione, sono già stati rilevati i pericoli di un eccessivo affidamento sul sistema delle "Chinese Walls" e sull'integrità dei professionisti nell'applicare la regola della "migliore esecuzione" e il "principio della subordinazione degli interessi", previsti dalle norme di condotta fissate dal SIB. Ma vi sono anche altri timori. Fra questi, il dubbio che le autorità di vigilanza riescano a ridurre entro proporzioni ragionevoli le duplicazioni all'interno dell'attuale sistema di vigilanza; la preoccupazione per il fatto che il Governo non è riuscito a chiarire il futuro ruolo del *Takeover Panel*; i timori di un eccesso di provvedimenti cautelativi, che potrebbe comportare la perdita di una quota di mercato interno (esempio nel caso di operazioni in eurobligazioni) o una riduzione dell'attività; le incertezze sull'adeguatezza delle risorse — sia umane che finanziarie — che saranno assegnate alle SROs (incertezze accresciute dal fallimento, nel 1986, della McDonald Wheeler, membro della FIMBRA).<sup>11</sup>

### Sommario e conclusioni

Si è parlato molto dei benefici che potrebbero derivare sia agli utilizzatori del mercato, sia all'economia, dal "Big Bang", ma si è dedicata molta meno attenzione ai problemi di vigilanza creati dalla deregolamentazione del mercato nazionale dei valori mobiliari. Pur riconoscendo che il *Financial Services Act* e le relative proposte di tutela degli investitori affrontano e risolvono in parte tali problemi, molto rimane ancora da fare. La regolamentazione degli agglomerati finanziari resta un'area d'intervento nebulosa, per la quale i problemi della concorrenza e della partecipazione straniera al capitale sono ancora da trattare. Il ricorso al sistema del capitale separato quale mezzo per

<sup>11</sup> *Financial Intermediaries, Managers and Brokers Regulatory Association*, che raccoglie un notevole numero di "brokers" indipendenti.

limitare il contagio è insoddisfacente al punto da metterne in dubbio il mantenimento, e pone in evidenza la carenza di strumenti a disposizione delle autorità per prevenire i rischi sistemici che potranno svilupparsi nel nuovo clima finanziario. La mancanza di progressi nel processo di armonizzazione dei sistemi nazionali di vigilanza non fa che accrescere i pericoli che la nuova situazione comporta. Sembra si sia riposta un'eccessiva fiducia nell'integrità della comunità dei professionisti, chiamati a gestire il sistema, sia pure nel quadro di una struttura legalmente definita. Sulla scia del rinnovato clima di sospetto creato dagli scandali e dalle inchieste successive al "Big Bang", sembra questo il momento opportuno per rafforzare il regime di vigilanza sul mercato dei valori mobiliari, prima che le richieste di istituire una commissione governativa prendano il sopravvento.

MAXIMILIAN J.B. HALL

### BIBLIOGRAFIA

- BANK OF ENGLAND, "The effects of stamp duty on equity transactions and prices in the UK Stock Exchange", P.D. Jackson and A.T. O'Donnell, *Bank of England Discussion Paper*, No. 25, October 1985.
- BAUMOL, W.K., "Contestable Markets: An Uprising in the Theory of Industry Structure", *American Economic Review*, March 1982.
- JACOMB, M.W., "Will the City of London Survive the Revolution?", *Journal of the Royal Society of Arts*, May, 1985.
- LEWIS, M., "Personal Financial Services in the United States: A Transatlantic Perspective", Paper delivered at the Annual *Money Study Group Conference*, Brasenose College, Oxford, September 1985.