

PRESENTAZIONE 2006

La nuova edizione del Compendio, curato come ogni anno dalla Direzione IV del Dipartimento del Tesoro, è pubblicata a poche settimane dalla promulgazione della legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari". Questa legge, approvata dal Parlamento quale risposta agli scandali finanziari che hanno interessato il nostro Paese negli anni scorsi, ha profondamente modificato il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, recante il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (T.U.); essa contiene altresì diverse deleghe al Governo per l'emanazione di disposizioni che incideranno ulteriormente sui contenuti del T.U. e impone la rivisitazione di numerose disposizioni di attuazione del medesimo T.U. nonché l'integrazione delle medesime al fine di coprire nuove materie. L'intervento di fine 2005 fu preceduto di sei mesi da quello volto al recepimento della direttiva comunitaria in materia di abusi di mercato (n. 2003/6/CE) e prelude a un'ulteriore serie di modifiche imposte dalle significative novità normative collegate all'incessante e sempre più pervasiva opera di armonizzazione della disciplina dei mercati finanziari da parte della Comunità Europea.

La forza dell'impatto della legge 262/2005 sul settore dell'intermediazione finanziaria è evidente già sul piano dei numeri: tale legge ha modificato ben 28 articoli del T.U. e ne ha introdotti 25 di nuovi. Sul piano dei contenuti, se la riforma del diritto societario del 2003 aveva ampliato gli spazi a favore dell'autonomia privata ben al di là di quanto si era spinto a suo tempo il T.U., la legge 262/2005, in coerenza con analoghi sviluppi in Europa e nel Nord America e in risposta ai ben noti scandali, ha accresciuto il tasso di eteroregolamentazione della *corporate governance* delle società quotate nonché delle operazioni di appello al pubblico risparmio. Essa ha rafforzato altresì, in continuità con l'intervento del 2005 in materia di abusi di mercato, l'apparato di vigilanza della Consob e lo strumento repressivo delle sanzioni penali e amministrative.

Tra le tante novità meritano di essere segnalate almeno le nuove disposizioni in materia di elezione alle cariche sociali (con l'imposizione di un rappresentante degli azionisti di minoranza e la discussa previsione del voto segreto per le relative votazioni), il venir meno dell'esenzione dal prospetto per gli strumenti finanziari di debito emessi dalle banche nonché per i prodotti assicurativi misti e la nuova, importante disciplina delle società estere.

Ma il terreno normativo del T.U. è tutt'altro che stabile: in primo luogo, l'art. 12 della legge 262/2005 delega il Governo a rivedere interamente la materia della sollecitazione all'investimento al fine di recepire la direttiva 2003/71/CE in tema di prospetti. Inoltre, l'art. 43 della medesima legge contiene un'ampia delega legislativa al fine di adeguare il T.U. (assieme al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, recante il T.U. bancario) "alle disposizioni della presente legge, apportando le modifiche necessarie per il coordinamento delle disposizioni stesse".

Inoltre, dovranno presto trovare attuazione nel nostro ordinamento alcune importanti direttive comunitarie: anzitutto la MiFiD (direttiva 2004/39/CE), che sostituisce la precedente direttiva 93/22/CE in materia di servizi di investimento, imponendo una profonda rivisitazione delle parti II e III del T.U.; ma poi anche la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto (direttiva 2004/25/CE), che darà la possibilità di rivedere le fondamentali scelte compiute al riguardo dal legislatore del 1998, con implicazioni per gli assetti di controllo delle società

quotate italiane; e, ancora, la direttiva sulla Trasparenza (direttiva 2004/109/CE), che fornirà l'occasione per un riesame delle disposizioni in materia di assetti proprietari e di informazione periodica.

Infine, in ambito europeo, è stata di recente approvata una profonda riforma, ispirata alla reazione del Congresso americano agli scandali finanziari (*Sarbanes-Oxley Act*), della revisione contabile e sono in corso di approvazione più o meno avanzata o formano oggetto di discussione preliminare nuove regole comunitarie in tema di OICR, di compensazione e liquidazione delle operazioni di borsa, di bilanci e di diritti degli azionisti.

La revisione annuale o infra-annuale della disciplina di settore appare sempre più non solamente una prassi della Consob, ma una linea di tendenza anche della legislazione primaria. Ciò è testimonianza tanto della vitalità della materia, in continuo divenire stante l'incessante evoluzione dei mercati e dell'innovazione finanziaria, quanto dell'impegno delle istituzioni, comunitarie e nazionali, ad accompagnare il mercato in tali evoluzioni, non per frenarle, bensì per favorirle.

Nel nostro ordinamento, anche dopo le riforme intercorse nel 2005, il T.U. si conferma l'asse portante nonché l'elemento di continuità della disciplina dei mercati finanziari: l'interprete continua infatti a trovare nel T.U. una sistematica inalterata, nelle sue linee principali, dei vari settori della disciplina e dunque un'utile guida per cogliere le novità esterne ed interne nonché il loro impatto sull'esistente.

Roberto ULISSI

Capo della Direzione

PRESENTAZIONE 2005

L'edizione 2005 del Compendio, curato come ogni anno dalla Direzione IV del Dipartimento del Tesoro, è data alle stampe in una movimentata fase di transizione della disciplina dei mercati finanziari contenuta nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, recante il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (T.U.) e nei relativi regolamenti di attuazione. Alcune modifiche, anche significative, sono già state apportate al T.U. o sono in corso di approvazione, a seguito sia delle riforme realizzate nel corso di questa legislatura in materie limitrofe sia dell'intenso programma di armonizzazione portato avanti dalla Comunità Europea. Altre modifiche è probabile o certo, o comunque auspicabile, che siano introdotte nel prossimo futuro, sulla scia, da un lato, degli scandali finanziari del 2003, dall'altro delle ulteriori iniziative in ambito comunitario. È agevole pronosticare che ad esito di questi interventi il panorama legislativo di questa materia sarà profondamente rinnovato.

Le novità derivanti da riforme "interne" sono principalmente quelle con le quali è stato realizzato il coordinamento del T.U. e dei relativi regolamenti di attuazione con la riforma del diritto societario, attuata con i decreti legislativi 11 aprile 2002, n. 61, 17 gennaio 2003, n. 5, 6 febbraio 2004, n. 37, e 28 dicembre 2004, n. 310.

Il T.U. ha senza dubbio fornito diversi spunti per la rivisitazione della disciplina delle società per azioni in generale: si pensi alla nuova disciplina delle azioni, che costituisce la naturale evoluzione del più limitato intervento di liberalizzazione contenuto nelle disposizioni del T.U. dedicate alle azioni di risparmio (art. 145 ss.); alla disciplina dei quorum dell'assemblea straordinaria (ricalcati su quelli già contenuti nell'art. 126 T.U.) e più in generale alle regole a tutela delle minoranze (in particolare, quelle in materia di convocazione dell'assemblea e di azione di responsabilità da parte delle minoranze, chiaramente ispirate alle corrispondenti norme del T.U.: artt. 125 e 129, ora conseguentemente abrogati). Il nuovo diritto societario presenta però anche forti elementi di discontinuità rispetto al passato, ampliando gli spazi a favore dell'autonomia privata ben al di là di quanto si spinse il T.U., specialmente per quanto attiene alle materie del finanziamento della s.p.a. e della corporate governance. In ragione di ciò si è resa necessaria una serie di modifiche al T.U., le quali, lungi dallo stravolgerne l'impianto o le linee ispiratrici, hanno consentito di chiudere i varchi per possibili tentativi di elusione (si pensi in particolare alle potenzialità in tal senso degli strumenti finanziari partecipativi) o di "arbitraggio" tra le diverse forme di amministrazione e di controllo oggi a disposizione delle società per azioni.

Quanto agli interventi occasionati dall'evoluzione comunitaria, è utile ricordare le modifiche intervenute a seguito del recepimento delle direttive n. 2001/107/CE e 2001/108/CE in materia di organismi di investimento collettivo del risparmio, che ha significativamente innovato la disciplina degli OICR, introducendo la figura delle società di gestione armonizzate, e quelle di attuazione della direttiva in materia di garanzie finanziarie, che hanno interessato alcune disposizioni in materia di mercati.

Mentre si scrive sono invece in dirittura di arrivo, con la legge comunitaria 2004, le misure di recepimento delle direttive in materia di abusi di mercato, le prime ad essere state adottate dalla Comunità Europea secondo il metodo c.d. Lamfalussy. Anche in questo caso si tratterà di un intervento particolarmente incisivo,

poiché copre non solo gli abusi di mercato e la loro repressione mediante sanzioni di tipo penale e amministrativo (con opportuni adattamenti per quanto concerne i poteri della Consob e la procedura sanzionatoria), ma anche l'informazione societaria e di mercato, gli obblighi di informazione continua a carico delle società quotate come anche gli obblighi di correttezza in capo agli analisti finanziari.

Come accennato, il legislatore comunitario opera oggi, in campo finanziario, secondo il metodo Lamfalussy, in virtù del quale le direttive comunitarie di "primo livello" contengono (o dovrebbero contenere) i soli principi guida, mentre le disposizioni di dettaglio vengono adottate dalla Commissione, secondo una speciale procedura che assicura una maggiore celerità di approvazione e dunque anche di revisione. Il metodo Lamfalussy ha consentito di raggiungere risultati particolarmente significativi sul piano dell'armonizzazione comunitaria, favorendo la puntuale attuazione dell'ambizioso Piano d'azione sui servizi finanziari del 1999.

Con l'adozione del metodo Lamfalussy si realizza un utile parallelismo tra l'architettura delle fonti del mercato finanziario comunitarie e interne: anche la disciplina interna è imperniata su una disciplina primaria, tendenzialmente più rigida, ma contenente i soli principi generali, e una disciplina secondaria che detta le norme di dettaglio e può più facilmente essere modificata per tenere conto dell'evoluzione dei mercati e della stessa regolamentazione comunitaria.

Nell'arco dei prossimi due anni, il legislatore italiano dovrà recepire un'ampia messe di misure comunitarie di primo e di secondo livello: dopo le direttive sugli abusi di mercato, si tratterà di recepire quelle in materia di prospetti (e dunque di sollecitazione all'investimento), di offerte pubbliche di acquisto, di mercati di strumenti finanziari (già nota come seconda direttiva sui servizi d'investimento) e di informazione societaria. E già si discutono nuove regole comunitarie in tema di OICR, di compensazione e liquidazione delle operazioni di borsa, di revisione contabile e finanche di governo delle società, su ispirazione della legislazione americana approvata a seguito dei noti scandali finanziari.

Anche sul versante interno, d'altro canto, il T.U. è oggetto di attenzioni riformatrici a seguito degli scandali finanziari che hanno colpito i risparmiatori italiani. Mentre si scrive non è ancora possibile prevedere se lo sforzo del Parlamento italiano sarà coronato da successo. I progetti in discussione sono ampi e giustamente ambiziosi. Anch'essi potrebbero portare a un'ulteriore evoluzione del quadro normativo.

Quali che siano i risultati di queste iniziative, il T.U. è in ogni caso destinato a restare l'asse portante nonché l'elemento di continuità della disciplina dei mercati finanziari: l'interprete continuerà infatti a trovare nel T.U. una sistematica prevedibilmente inalterata, nelle sue linee principali, dei vari settori della disciplina e dunque un'utile guida per cogliere le novità esterne ed interne nonché il loro impatto sull'esistente.

Roberto ULISSI

Capo della Direzione