

## PRESENTAZIONE

La nuova edizione 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