

## PRESENTAZIONE 2008

La nuova edizione del Compendio, curato come ogni anno dalla Direzione IV del Dipartimento del Tesoro, va in stampa nella stessa veste redazionale adottata lo scorso anno, ma priva del supporto informatico.

Sul piano contenutistico, il Compendio si presenta arricchito delle rilevanti novità introdotte dalla normativa di attuazione di quattro importanti Direttive; si tratta, in particolare, della Direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto informativo da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, recepita con il D.lgs. 28.03.2007 n. 51, della Direttiva 2004/39/CE, cd. MiFID - *Market in financial instruments directive*, recepita con il D.lgs. 17.09.2007 n. 164, nonché della Direttiva 2004/109/CE, cd. *Transparency*, avente ad oggetto l'armonizzazione degli obblighi di trasparenza informativa a carico degli emittenti quotati nei mercati regolamentati europei, attuata con il D.lgs. 6.11.2007 n. 195 ed infine della Direttiva 2004/25/CE relativa alle offerte pubbliche di acquisto, cd. *OPA* recepita con il D.lgs. 19.11.2007 n. 229.

Nel nuovo quadro di regole definito sia dalla riforma del risparmio sia dalla produzione legislativa europea, il legislatore nazionale, ha portato a conclusione un lungo ed incisivo processo di innovazione normativa, volto a rispondere, da un lato, alle nuove esigenze di tutela del risparmio e degli investitori, dall'altro alla richiesta europea di realizzare effettivamente un mercato finanziario unico ed integrato.

In siffatto contesto, l'emanazione del decreto n. 51/2007 che ha sostituito, nell'ambito della disciplina degli emittenti, l'intero Capo I del Titolo II (artt. 93 *bis* - 101) del TUF, recante le modalità di appello al pubblico risparmio, ha comportato un rafforzamento della protezione offerta agli investitori, attraverso l'introduzione di obblighi di chiarezza e completezza dei prospetti, ma soprattutto di armonizzazione ed uniformità degli stessi all'interno dell'Unione europea, per una scelta consapevole degli investitori.

Con il successivo D.lgs. 17.09.2007 n. 164, il legislatore nazionale, in linea con l'orientamento comunitario, ha colto l'esigenza del mercato di temperare i profondi e continui mutamenti nelle attività di intermediazione mobiliare con le nuove esigenze di tutela del risparmio, conseguenti sia a tali mutamenti sia ai problemi emersi nelle relazioni tra intermediari ed investitori. Attraverso la garanzia della concorrenza tra diversi meccanismi di esecuzione degli ordini, il legislatore si è proposto di prevenire la frammentazione dei mercati con significativi obblighi di trasparenza ed un elevato standard di tutela degli investitori; inoltre, ha potenziato il principio della centralità dell'interesse del cliente quale destinatario del servizio prestato dall'intermediario, che è chiamato a garantire all'investitore la *best execution* dei suoi ordini e, pertanto, a svolgere un'attività più complessa e più impegnativa sul piano organizzativo.

Il decreto 195/2007, con l'obiettivo di rafforzare la trasparenza informativa societaria, è, invece, intervenuto sull'articolo 154 *bis* del TUF, introdotto dalla legge sul risparmio e relativo alla figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari; in buona sostanza, la nuova formulazione dell'art. 154 *bis* ha allineato il contenuto dell'attestazione prevista dal comma 5 alle previsioni degli articoli 4, paragrafo 2, e 5, paragrafo 2, della direttiva *Transparency*, mentre l'art. 154 *ter*, introdotto *ex novo*, è dedicato alle relazioni finanziarie che l'emittente quotato è tenuto a pubblicare periodicamente.

L'ultimo intervento del legislatore nazionale realizzato con il D.lgs. 19.11.2007 n. 229, ha determinato, in coerenza con l'obiettivo comunitario di innalzare i livelli di concorrenzialità del mercato, modifiche al vigente testo unico dell'intermediazione finanziaria con un'impostazione che tende a preservarne gli indirizzi fondamentali in materia di OPA (quali la protezione degli azionisti minoritari, l'incoraggiamento alla contendibilità del controllo), confermando le regole della passività e dell'obbligo di neutralizzazione, già previste dall'ordinamento interno. Ne è derivato un quadro normativo omogeneo per le società nazionali, che garantisce, tra l'altro, la possibilità di difendersi dall'offerente estero che non applichi le medesime regole in materia di *passivity rule* e di neutralizzazione.

Sul piano normativo di secondo grado, nell'ambito delle iniziative per il recepimento della direttiva MiFID e delle relative misure di esecuzione, si segnalano il Regolamento congiunto in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, emanato il 29 ottobre 2007, nell'esercizio dell'attività regolamentare rimessa alla Banca d'Italia ed alla CONSOB dall'art. 6, comma 2-bis, del TUF, nonché i Regolamenti emanati dalla CONSOB in materia sia di mercati sia di intermediari. Sono in corso, invece, i lavori di predisposizione di altri regolamenti attuativi quali il regolamento sui requisiti di onorabilità, professionalità, indipendenza e patrimoniali dei consulenti finanziari; il regolamento che individua i clienti professionali pubblici e i soggetti pubblici che possono chiedere il trattamento da clienti professionali, per l'applicazione delle regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento; il regolamento che disciplina i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato che, oltre a disciplinare il funzionamento delle sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato, individua anche i criteri di selezione degli operatori specialisti in titoli di Stato e, da ultimo, una serie di regolamenti sui requisiti di onorabilità professionalità e indipendenza degli esponenti aziendali di banche Sim, Sgr, Sicav, società di gestione dei mercati, promotori finanziari, intermediari finanziari.

Giovanni Sabatini

Capo della Direzione

## PRESENTAZIONE 2007

La nuova edizione del Compendio, curato come ogni anno dalla Direzione IV del Dipartimento del Tesoro, si presenta anche in questa edizione corredata del supporto informatico, ma innovata sotto il profilo redazionale; al fine di renderne più agevole la consultazione, infatti, la copiosa disciplina di settore va alla stampa suddivisa in due tomi, il primo dedicato alla disciplina degli intermediari finanziari, il secondo a quella dei mercati e della gestione accentrata di strumenti finanziari.

Sotto il profilo contenutistico, il Compendio coglie le recenti novità introdotte dal decreto legislativo del 29 dicembre 2006, n. 303, emanato nell'esercizio della delega contenuta nell'articolo 43 della legge n. 262 del 28.12.2005 (legge per la tutela del risparmio), finalizzata al coordinamento e adeguamento del Testo Unico Bancario, del Testo Unico di Finanza e delle altre leggi speciali alle disposizioni recate dalla legge n. 262/2005.

Con questo decreto si è completato il processo, avviato con la legge 262/2005 dopo i grandi scandali finanziari avvenuti in Italia e all'estero, teso al rafforzamento dei presidi che nelle società quotate sono mirati a prevenire casi di *corporate malpractice* e vere e proprie frodi a danno dei risparmiatori.

Tra gli interventi proposti nel decreto legislativo si segnalano sia i meri adeguamenti tecnici (la modifica di cui all'art. 3, comma 6, che elimina nell'art. 32, comma 2, un rinvio ad una disposizione abrogata dalla legge 262/2005, l'art. 1, comma 5, che corregge all'art. 116, comma 1, TUB un rinvio normativo errato, l'art. 1, comma 8, lett. a) che modifica l'art. 136, comma 1, TUB per tenere conto delle innovazioni intervenute nel Codice Civile) sia l'introduzione di modifiche sostanziali nella disciplina di settore, al fine di assicurare la compatibilità della legislazione nazionale con l'ordinamento comunitario.

In tal senso, le modifiche all'art. 100-*bis*, per il quale sono stati rilevati problemi di coerenza con la Direttiva MIFID e che, conservando il contenuto precettivo della disposizione vigente, è stato allineato alle previsioni della Direttiva 2003/71/CE i cui criteri di attuazione sono indicati all'art. 12 della stessa legge n. 262/2005.

In altri casi, gli adeguamenti sono stati determinati dall'esigenza di restituire coerenza al sistema sulla base dei principi fondanti della riforma del 2005, in particolare quello della ripartizione per finalità della competenze delle Autorità di vigilanza, eliminando incoerenze, difficoltà operative o problemi interpretativi.

Si pensi alle modifiche all'art. 20 della legge n. 287/1990 nella quale è refluita la disciplina conseguente al trasferimento all'Autorità Antitrust delle competenze prima esercitate dalla Banca d'Italia recata dall'art. 19, commi 12- 14 della legge n. 262/2005.

Una novità di rilievo è rappresentata dalle modifiche al TUF conseguenti alla scelta del legislatore del 2005 di determinare l'applicazione della disciplina di trasparenza recata dal TUF ai prodotti finanziari di tutti i comparti, compreso quello assicurativo.

Infine, un accenno meritano anche le modifiche introdotte sia in tema di *corporate governance* (eliminazione dello scrutinio segreto, diversa determinazione della quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste per l'elezione del consiglio di amministrazione, aumento del numero degli amministratori indipendenti) sia in tema di revisione contabile (meccanismo di nomina, revoca e durata dell'incarico), volte a rafforzare l'indipendenza del revisore.

L'esigenza di definire con maggiore organicità e coerenza il quadro normativo complessivo si avverte anche in considerazione dell'attività legislativa che sarà necessario realizzare nel breve periodo per l'attuazione di diverse Direttive comunitarie.

Si pensi all'imminente attuazione della Direttiva 2003/71/CE, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di acquisto o per l'ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari.

Entro l'anno, inoltre, si attende la nuova normativa di attuazione della Direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari per la costruzione di un mercato europeo integrato (MiFID – *Market in financial instruments directive*), che si propone di incoraggiare una maggiore competizione tra le Borse e gli intermediari e che comporterà una radicale trasformazione nell'organizzazione dei mercati; si dovranno, pertanto, affrontare rilevanti problemi di adeguamento per la legislazione nazionale ed applicativi per il mercato, anche in considerazione delle disposizioni di secondo livello che dettano una disciplina di armonizzazione molto estesa, attraverso la definizione di un quadro regolamentare dettagliato, che riguarda tutti i principali momenti della prestazione dei servizi e delle attività di investimento.

Tra le novità da recepire, la rimozione dell'attuale regola di concentrare nei mercati regolamentati le contrattazioni sulle azioni quotate, per cui gli ordini dei clienti potranno essere eseguiti dall'intermediario indifferentemente, in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione, in contropartita diretta purché sia rispettato il principio della esecuzione alle migliori condizioni (*best execution*).

Si modifica la lista dei servizi finanziari regolamentati tra i quali entrano le attività di consulenza; viene meno l'obbligo per gli intermediari di valutare l'adeguatezza dei servizi d'investimento, se un cliente richiede l'esecuzione di un ordine.

Resta affidato alla normativa secondaria il compito di attuare nel concreto i precetti della direttiva; pertanto, con regolamento dovranno essere definite le regole di condotta degli intermediari, la disciplina dei loro potenziali conflitti d'interesse, nonché, a tutela degli investitori, la disciplina del regime di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione, anche per le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dalle azioni.

Altre importanti Direttive che attendono di trovare attuazione al più presto sono la 2004/25/Ce, relative alle offerte pubbliche di acquisto - cd OPA, la 2004/109/Ce, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato - cd direttiva Transparency, nonché la 2006/43/Ce, relativa alla revisione dei conti annuali e dei conti consolidati - nuova ottava direttiva.

Infine, sul piano della normazione secondaria, va segnalata l'approvazione di alcune modifiche ai regolamenti emittenti e mercati nonché l'avviamento dei lavori per la predisposizione dei regolamenti attuativi della legge 262/2005, che toccano ben venti aree tematiche. Da ultimo, si segnala la prossima emanazione del regolamento generale relativo ai requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali bancari e finanziari che adegua il sistema alle novità introdotte sia dalla riforma del diritto societario sia dalla legge sul risparmio e che dovrà necessariamente tenere conto delle modifiche dei regolamenti in materia di situazioni impeditive a ricoprire cariche negli intermediari, di imminente pubblicazione.

Giovanni Sabatini

Capo della Direzione

## 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