ALL.

CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

IL PRESIDENTE

PROT. 3020251

Roma, 31 marzo 2003

Signor Ministro,

Le invio qui allegata la Relazione predisposta dalla Commissione ai sensi dell'articolo 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216. Essa illustra l'attività svolta dalla Commissione nel 2002.

Nella Relazione vengono esposte le linee di indirizzo e indicate alcune questioni aperte nell'attività istituzionale sulle quali si ritiene necessario richiamare l'attenzione del Governo.

La Relazione è completata da due Sezioni dedicate alla descrizione analitica dell'attività della Consob e all'evoluzione del quadro di riferimento.

La Commissione rimane a disposizione per ogni approfondimento e chiarimento.

Colgo l'occasione, Signor Ministro, per inviarLe i miei saluti.

Suo Luigi Spaventa

On.le Prof. Giulio TREMONTI
Ministro dell'Economia e delle Finanze
Via XX Settembre, 97
00187 ROMA

PAGINA BIANCA

RELAZIONE del MINISTRO dell'ECONOMIA e delle FINANZE al PARLAMENTO sulla RELAZIONE CONSOB 2002

La Commissione nazionale per le società e la borsa – Consob - ha trasmesso al Ministero dell'economia e delle finanze, la relazione annuale sulla propria attività, per l'inoltro al Parlamento come previsto dall'art. 1, comma 13, del d.l. 8 aprile 1974 n.95, convertito, con modificazioni, in legge 7 giugno 1974 n.216.

La presentazione della relazione offre a questo Dicastero l'opportunità di una riflessione su alcune tematiche, evidenziate anche dalla Consob, destinate ad incidere in modo rilevante sull'assetto della regolamentazione e sull'industria finanziaria, quali, in particolare le questioni connesse alle crisi societarie, le riforme del sistema statunitense e le ricadute in Europa ed in Italia, le interconnessioni tra diritto societario e diritto dei mercati, lo sviluppo della regolamentazione dei mercati finanziari a livello comunitario anche nel quadro delle iniziative italiane per il semestre di turno della Presidenza Europea.

1. LE CRISI SOCIETARIE: LE RIFORME AMERICANE E LE CONSEGUENZE IN EUROPA E IN ITALIA

Nella Relazione per l'anno 2002 la Consob rileva che la sequela di scandali societari susseguitisi negli Stati Uniti (a partire da Enron) ed in Europa (Vivendi, Marconi, Elan, EmTV, Swiss Life ecc.) ha determinato una pronta e articolata reazione da parte del Congresso americano e delle autorità federali di controllo statunitensi, come anche iniziative, sia pure a uno stadio meno avanzato, in vari paesi europei e da parte della stessa Comunità Europea.

In particolare, il "Sarbanes-Oxley Act" approvato nel luglio 2002 dal Congresso americano, si caratterizza per i seguenti punti qualificanti:

- l'introduzione di un organo di vigilanza semi-pubblico sui revisori contabili;
- la previsione di regole per assicurare l'indipendenza dei revisori contabili, in particolare limitando significativamente la possibilità di fornire servizi diversi dalla revisione alla società che ha conferito l'incarico;
- l'imposizione di comitati di *audit* composti da amministratori indipendenti;
- gli obblighi di certificazione dei bilanci in capo ad amministratori delegati e direttori finanziari (C.E.O. e C.F.O.);
- una più incisiva disciplina delle operazioni in titoli da parte degli *insider*, in chiave di informazione al pubblico (che viene resa più tempestiva) e di divieto di operare in determinati periodi;
- il divieto di prestiti agli *insider*;
- l'aggravamento delle sanzioni civili e penali in caso di frode nei confronti degli investitori (es. falso in bilancio).

Il Ministero dell'economia e delle finanze , dal canto suo, ha tempestivamente costituito una commissione di studio presieduta dal prof. Galgano, incaricata di esaminare l'idoneità dell'ordinamento interno a fornire al mercato una rappresentazione veritiera della situazione economica, finanziaria e patrimoniale delle imprese quotate, che consenta di segnalare per tempo l'insorgere di situazioni di crisi e di individuare le misure correttive necessarie.

La Commissione ha incentrato la propria indagine su quattro profili: l'indipendenza dei revisori, l'attendibilità degli analisti finanziari, l'informazione al mercato e la *corporate*

governance. Nel settembre 2002, la Commissione ha formulato un'articolata serie di proposte di miglioramento della disciplina esistente.

Tra l'altro, la Commissione ha raccomandato di:

- ampliare i poteri regolamentari attribuiti alla Consob per: (1) recepire il concetto di rete di imprese entro la quale si colloca la società di revisione; (2) vietare alla società oggetto di revisione, e alle società che la controllano o ne sono controllate, di conferire alle entità componenti la rete incarichi diversi dalla revisione e valutati, per regolamento Consob, come suscettibili di pregiudicare l'indipendenza della società di revisione; (3) imporre pubblicità sui compensi che la società di revisione e la sua rete hanno percepito dalla società sottoposta a revisione;
- estendere la regola che vieta per un certo periodo l'assunzione dei revisori da parte della società sottoposta a revisione alle altre società del gruppo cui essa appartiene;
- modificare la disciplina del conferimento dell'incarico e della sua durata, prevedendo (1) la scelta da parte dell'assemblea sulla base di una terna proposta dagli amministratori e di un parere con preferenza motivata dell'organo di controllo interno e (2) la durata di sei anni dell'incarico, non rinnovabile;
- imporre con regolamento Consob la pubblicità tempestiva dei piani di *stock option*;
- dare evidenza nella nota integrativa dell'esistenza e dell'attività di eventuali *special purpose entities*;
- ridurre i tempi per la pubblicazione dell'informazione contabile periodica;
- accrescere la trasparenza della gestione in relazione alle operazioni di particolare rilievo, a quelle atipiche o inusuali, alle operazioni infragruppo e con parti correlate;
- prevedere per legge sanzioni a carico degli amministratori di società quotate per il solo fatto della omessa comunicazione agli altri amministratori di una situazione di conflitto di interessi, a prescindere dal danno alla società e reintrodurre il divieto di prestiti agli amministratori, eliminato con la riforma del diritto penale societario del 2002 e nel frattempo, come si è visto, introdotto per la prima volta nella legislazione federale statunitense;
- rivedere le sanzioni pecuniarie amministrative previste dal T.U.I.F., realizzando una maggiore proporzione tra importo della sanzione ed entità dei profitti conseguiti dagli autori di illeciti e un maggiore coinvolgimento delle società fra i destinatari delle sanzioni.

Alcune raccomandazioni della Commissione sono già state recepite in interventi regolamentari recenti.

Nel corso del 2002 infatti la Consob si è resa artefice di un intervento regolamentare con il quale è stato introdotto un obbligo di informazione continua sulle operazioni con parti correlate che "per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente" (art. 71-*bis* e all. 3B, Regolamento Emittenti). La nozione di parti correlate è stata individuata con apposito provvedimento, che rielabora la definizione contenuta nel principio contabile internazionale "IAS24", adattandolo alla realtà italiana (e dunque, per esempio, includendovi anche i singoli partecipanti a sindacati di voto che riuniscano una quota di controllo).

Questa nuova disciplina, entrata in vigore il 1° gennaio 2003, colma una lacuna significativa dell'ordinamento italiano, più volte segnalata negli anni scorsi dalla stessa Consob. Per quanto sia ancora presto per valutarne l'efficacia applicativa, si osserva che la precisazione secondo cui le operazioni debbano poter "avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente" sembra

lasciare margini di discrezionalità in capo agli emittenti nel decidere se fare oggetto degli obblighi informativi previsti una determinata, specifica operazione. Ad oggi, comunque, non si riscontrano comunicazioni effettuate ai sensi dell'art. 71-*bis*. .

Al contrario, ha fin dall'inizio trovato ampia applicazione la nuova disciplina della comunicazione delle operazioni sui titoli del gruppo effettuate dalla capogruppo, introdotta all'inizio di quest'anno. Si tratta di una disciplina che in qualche modo avvicina l'ordinamento italiano a quello statunitense sotto il profilo degli strumenti di prevenzione dell'*insider trading*: come negli Stati Uniti ogni azionista che possieda più del 10 per cento delle azioni è tenuto a informare il mercato mensilmente delle operazioni effettuate sui titoli dell'emittente, così ora, al di là della pur lodevole iniziativa di autoregolamentazione della Borsa Italiana s.p.a., che si applica ai soli esponenti aziendali, in Italia sarà possibile avere notizia dell'operatività del soggetto al vertice del gruppo, data l'evidente posizione di potenziale *insider* di detto soggetto.

Una più completa armonizzazione con le indicazioni in materia contenute nella relazione finale della Commissione Galgano potrà essere realizzata con il recepimento della direttiva 2003/6/CE, recante disposizioni in materia di abusi di mercato, alla cui analisi è dedicato il paragrafo 4 del presente documento. Si segnala fin d'ora che il Ministero dell'economia e delle finanze ha già predisposto, con la collaborazione della Consob, un testo di norma di delega da inserire nella legge comunitaria di prossima emanazione.

La relazione Consob afferma, inoltre, la necessità di definire migliori equilibri nei sistemi di incentivi dei soggetti coinvolti nella gestione delle imprese e di rafforzare i meccanismi di disciplina esterna del loro comportamento.

A tal fine, tra le linee di intervento individuate vi è quella di assicurare "*un ruolo più ampio ed efficace del risparmio diffuso all'interno della dialettica societaria*"; tale ruolo (si legge a pag. 8) deve "*potersi esplicare più efficacemente sia attraverso i meccanismi di exit, ottimizzando la qualità e la tempestività dei flussi informativi, sia attraverso i meccanismi di voice, potenziando gli strumenti di rappresentanza e di iniziativa degli azionisti di minoranza*".

Premesso che in un sistema di *governance* che si ispiri a modelli avanzati di democrazia societaria l'"*exit*" rappresenta un *second best* rispetto alla "*voice*", va osservato che il miglioramento dei flussi informativi non è solo funzionale all'opzione dell' "*exit*", ma anche presupposto per un corretto esercizio della "*voice*": l'implementazione della qualità e tempestività dell'informazione è quindi un *prius* rispetto ad entrambi.

Problema centrale è quello dell'onerosità dell'informazione: l'informazione costa infatti sia a chi la fornisce (produzione, messa a disposizione, effetto trasparenza), sia a suoi destinatari (ricerca e ricezione, analisi e valutazione, ecc.). Il miglioramento (e quindi la razionalizzazione) della qualità e tempestività dei flussi informativi potrebbe realizzarsi mediante un sistema che moduli uno zoccolo duro di informazione periodica standardizzata quanto a contenuti, tempi e modalità di pubblicazione (e quindi facilmente comprensibile e raggiungibile anche dal risparmiatore meno esperto) al quale si aggiunga (obbligatoriamente) un modulo di *disclosure* ulteriore, che rappresenti quei fatti e quelle valutazioni sull'andamento della società non suscettibili di rigida standardizzazione sotto il profilo contenutistico o periodico.

Nel documento, si rappresenta inoltre come il nostro ordinamento, pur collocandosi tra quelli maggiormente attivi nell'obiettivo di aumentare gli strumenti di tutela del risparmio diffuso, presenti ancora alcune lacune, segnatamente in tema di: funzioni di controllo esterno (società di revisione e analisti finanziari) e di conflitti di interesse all'interno delle società.

Con riferimento alle prime, va segnalato che, nell'ambito del testo di delega di recepimento della direttiva 2003/6/CE, sopra citato, è stata inserita una specifica disposizione che mira a rafforzare l'indipendenza delle società di revisione di società quotate secondo le raccomandazioni formulate dalla Commissione presieduta dal Prof. Galgano.

Con riferimento ai secondi, sembrerebbe che l'ampiezza dei poteri informativi della Consob (cfr, art. 114, commi 3 e 4 e art. 115 TUIF) già consentirebbe di intervenire in via regolamentare "*per assicurare trasparenza all'operatività da parte degli amministratori sui titoli delle società in cui svolgono la loro funzione*". Tuttavia una razionalizzazione dei poteri informativi stessi (invero previsti in una serie di rinvii), così come una riconsiderazione dell'ampiezza di quelli ispettivi e della efficacia deterrente dei sistemi sanzionatori potrebbe essere presa in considerazione in sede di coordinamento del TUIF con la riforma del diritto societario, (nei limiti invero stringenti in cui ciò è consentito dalla delega contenuta nell'art. 1, commi 2 e 5 della legge 366/2001 o in esecuzione di una eventuale nuova e più ampia delega di coordinamento).

Assolutamente condivisibile è infine l'esigenza di favorire nelle società quotate l'attivismo degli azionisti di minoranza qualificati e, specialmente, dei c.d. investitori istituzionali, soprattutto in un sistema come il nostro ove è elevato il livello di concentrazione proprietaria.

L'esperienza del TUIF insegna come taluni degli strumenti a tal fine predisposti abbiano effettivamente inciso (minoranza di blocco, autorizzazione assembleare per le misure di difesa contro OPA, disciplina del recesso dai patti di sindacato); altri invece hanno avuto scarsissima o ininfluente applicazione (deleghe di voto, voto per corrispondenza, flessibilità statutaria per l'attivazione da parte delle minoranze dei poteri di convocazione dell'assemblea, di denuncia al collegio sindacale o per l'esercizio dell'azione di responsabilità).

Al di là della persistente carenza in Italia di una diffusa cultura della partecipazione societaria e della riottosità delle società quotate ad ampliare in via statutaria le prerogative degli azionisti qualificati (e su quest'ultimo punto alternativa preferibile all'intervento del legislatore è l'adozione di meccanismi di incentivo da parte delle società di gestione del mercato), il problema dell'insuccesso di taluni strumenti di tutela degli azionisti di minoranza va essenzialmente rinvenuto nei costi di attivazione degli stessi. Su questo versante la disciplina regolamentare emanata dalla Consob può svolgere un ruolo importante.

Dal punto di vista legislativo un impatto positivo può essere atteso dall'eliminazione dell'obbligo di preventivo deposito delle azioni, previsto dalla riforma del diritto societario.

2. L'EXTRATERRITORIALITÀ DELLA RIFORMA AMERICANA E LE INTERCONNESSIONI TRA DIRITTO SOCIETARIO E DIRITTO DEI MERCATI

Il tema delle interconnessioni tra regole del mercato e regole di diritto societario è indubbiamente uno dei nodi centrali dell'integrazione dei vari sistemi economici.

La recente emanazione del *Sarbanes – Oxley Act* negli USA ha avallato un'applicazione extraterritoriale del diritto societario con riguardo ai Paesi esteri, ha sollevato il problema delle società europee quotate negli Stati Uniti, in via esclusiva o in "*dual listing*".

La problematica si innesta su un quadro normativo europeo ancora largamente perfettibile:

- sia perché nel nostro continente le tematiche del diritto societario e dei mercati e degli intermediari non sono sempre regolamentate da fonti univoche: si passa da regolamenti, a convenzioni, a direttive, invero prevalenti, ovvero infine a mere raccomandazioni;

- sia perché molti ambiti restano poi intangibili in relazione al principio di sussidiarietà e spesso le regolamentazioni si sovrappongono alimentando dubbi interpretativi; soprattutto in ambito societario vi è una obiettiva difficoltà a significativi livelli di coordinamento;
- sia infine perchè i principi del mutuo riconoscimento e dell'armonizzazione minimale hanno evidenziato limiti nella missione loro affidata di omogeneizzare il quadro regolamentare europeo, vuoi per l'insufficiente grado di uniformità che sono stati in grado di generare, vuoi per l'esistenza di altre materie (fiscale, lavoristica, civilistica, oltre quella societaria) che sono rimaste estranee al processo di omogeneizzazione.

Il rischio concreto è che gli emittenti nazionali, per poter quotare i loro titoli all'estero, siano tenuti al rispetto non solo della *market law* del Paese ove i titoli vengono negoziati, ma anche della *securities and governance law* di quel Paese.

Al di là dei costi derivanti dalla duplicazione di strumenti e meccanismi di *governance* per poter rispettare entrambe le normative societarie coinvolte (quella del Paese d'origine e quella del Paese ospitante), possono comunque verificarsi casi di incompatibilità tra le normative medesime, che rendano problematico il loro contemporaneo rispetto.

Nell'ambito del secondo mandato conferito dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, la Commissione presieduta dal prof. Galgano, già menzionata, è stata incaricata di valutare l'applicabilità del *Sarbanes –Oxley Act* alle società italiane quotate nei mercati statunitensi, nonché di esaminare le problematiche connesse all'obbligo di registrazione presso la *PCAOB* delle società di revisione contabile straniere che prestino i propri servizi a favore di società quotate sui mercati statunitensi. La Commissione ha recentemente terminato i propri lavori e la relazione finale sarà prossimamente resa pubblica.

3. LA RIFORMA DEL DIRITTO SOCIETARIO

L'ampia riforma del diritto societario, attuata con il d.lgs. 6/2003, ha determinato discrasie e difficoltà interpretative, opportunamente messe in luce dalla Consob, per quanto concerne il suo raccordo con il TUIF; la stessa, ha anche profondamente innovato la disciplina delle società di capitali contenuta nel codice civile. Infatti, le nuove disposizioni si applicano anche alle società con azioni quotate in quanto non sia diversamente disposto da altre norme del codice o di leggi speciali (art. 2325 *bis*, comma 2). Alle società quotate si applicano altresì le disposizioni comunque riferibili alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (comma 1).

Ne deriva che alcune disposizioni si sovrappongono quasi integralmente a quelle del TUIF, le quali tuttavia non vengono esplicitamente abrogate (es. artt. 2393-*bis*, c.c., e 129, TUIF); in altri casi, regole nuove modificano significativamente l'assetto dei controlli, senza che sia chiaro in quale misura sia possibile derogare alle regole poste dal TUIF o se queste ultime vadano applicate *mutatis mutandis* (ad es. in materia di nomina dei sindaci da parte delle minoranze).

Alcune delle nuove disposizioni del diritto societario si prestano a rendere il quadro normativo delle società quotate più moderno e conforme ai desiderata dei grandi investitori istituzionali internazionali (a cui ormai fa capo la proprietà di una discreta quota della capitalizzazione di borsa). Si segnalano, in particolare, la nuova disciplina della legittimazione all'intervento in assemblea (art. 2370), la quale elimina (salva la possibilità di ripristinarlo parzialmente in via statutaria) l'anacronistico vincolo consistente nel deposito per cinque giorni delle azioni: si trattava di disposizione che, impedendo in quel pur apparentemente breve periodo di tempo al socio di alienare le azioni, disincentivava fortemente l'intervento in assemblea degli investitori istituzionali, per i quali la pronta liquidabilità dell'investimento era priorità

irrinunciabile. In secondo luogo, ove si superino i dubbi di compatibilità rispetto alla disciplina del TUIF, il modello c.d. monistico di amministrazione e controllo delle s.p.a. consentirà agli emittenti italiani a maggiore propensione internazionale (ad es. perché quotati in borse statunitensi) di assumere un assetto di *governance* sostanzialmente equivalente a quello proprio dei sistemi anglosassoni (e dunque meglio noto agli investitori internazionali e come tale da loro preferito).

La menzionata legge delega (art. 1, commi 2 e 5, della legge 366/2001) prevede espressamente che la riforma debba realizzare il necessario coordinamento con le altre disposizioni vigenti; tra queste sono comprese anche quelle recate dal TUIF in tema di società quotate.

Il legislatore delegato non ha ancora assolto a tale compito di coordinamento, nell'attesa che il periodo di transizione relativo all'entrata in vigore della riforma faccia emergere i punti problematici dell'opera di razionalizzazione, comunque necessaria.

L'elenco delle questioni sollevate è ampio e ancora più nutrito di quanto rappresentato nel documento Consob. Tra le principali si discute, ad esempio, delle modalità con le quali gli strumenti di tutela delle minoranze disciplinati dal TUIF in funzione del modello Consiglio di Amministrazione/Collegio Sindacale possano essere adeguati ai nuovi modelli di *governance* interna. Si discute inoltre su quali siano i limiti e gli effetti del giudizio di compatibilità previsto dall'art. 223 *septies*, comma 2, delle norme di attuazione e transitorie del Codice Civile, , che dispone per l'appunto l'applicazione "in quanto compatibili" delle norme relative ai sindaci anche ai membri del Consiglio di sorveglianza (nel sistema dualistico) e del comitato per il controllo della gestione (nel sistema monistico).

Vi sono poi profili di disciplina per i quali è dubbio se la stringatezza della delega consenta un adeguato coordinamento; è il caso, ad esempio, della disciplina relativa:

- alle c.d. "società speciali" (banche, sim, assicurazioni, sgr, ecc.), per le quali va valutata la compatibilità delle nuove disposizioni con le esigenze proprie della disciplina di vigilanza cui sono sottoposte;
- alle banche cooperative, che l'art. 223 *terdecies* esclude dalla riforma prevedendo una sostanziale ultrattività delle norme del vecchio codice, laddove l'art. 5, comma 3 della legge delega comunque non escludeva l'emanazione di norme di coordinamento con la nuova disciplina delle società cooperative.

L'impressione è che l'entrata in vigore della riforma del diritto societario non possa prescindere dalla previa emanazione di un ulteriore provvedimento di coordinamento.

4. IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA SUGLI ABUSI DI MERCATO

Come la Relazione annuale non manca di sottolineare, il recepimento della direttiva 2003/6/CE dovrà costituire un'occasione per ripensare completamente la tematica dell'*enforcement* dell'*insider trading*, sotto il profilo sia dei poteri investigativi sia delle sanzioni applicabili. Sotto il primo profilo, la direttiva prevede il rafforzamento dei poteri ispettivi spettanti alle autorità incaricate della vigilanza sull'osservanza dei divieti inerenti agli abusi di mercato. Sul piano delle sanzioni, essa impone la previsione di sanzioni "efficaci, dissuasive e proporzionate alla gravità della violazione e agli utili realizzati". Per un corretto recepimento della direttiva occorrerà considerare anche i tempi necessari all'applicazione della sanzione, che devono essere tali da evitare la prescrizione della medesima, a differenza di quanto può accadere oggi, se si tiene conto dei diversi gradi di giudizio.

Come già segnalato, questo Dicastero ha già predisposto una bozza di norma di delega con la quale si attribuiscono al Governo i poteri normativi necessari a trasporre nell'ordinamento nazionale la direttiva 2003/6/CE, il cui termine di recepimento scade nell'ottobre 2004.

La Consob viene individuata quale autorità competente in materia e si prevede quali poteri normativi la stessa debba esercitare, a livello secondario, per dare attuazione alla norma primaria e per integrare l'ordinamento nella medesima materia.

Si prevede che vengano disciplinati gli obblighi dei soggetti che posseggono informazioni privilegiate sia in termini di divulgazione al mercato sia in termini di comunicazione alla Consob.

Il decreto legislativo preciserà anche i poteri di vigilanza e di indagine della Consob, prevedendo il coordinamento con le funzioni ed i compiti dell'Autorità giudiziaria e della Guardia di Finanza.

Nel testo di delega in esame è, infine, previsto che vengano introdotte sanzioni amministrative e si precisano i criteri per distinguere i casi in cui vengano irrogate dette sanzioni ovvero, nei casi più gravi, sanzioni penali.

5. L'INTEGRAZIONE DEI MERCATI DEI CAPITALI EUROPEI: LE INIZIATIVE IN CORSO DURANTE IL SEMESTRE DI PRESIDENZA ITALIANA DELL'UNIONE EUROPEA.

Il semestre di presidenza italiano costituisce un fondamentale momento nell'ambito del programma per la realizzazione del piano per il mercato unico dei servizi finanziari.

La realizzazione del Piano è funzionale all'integrazione del mercato dei capitali europeo, in un quadro di stabilità e sotto l'egida di un livello di regolamentazione adeguato a garantire la migliore tutela degli investitori.

Il secondo semestre del 2003 è decisivo nell'ottica di portare ad attuazione le misure previste dal Financial Services Action Plan ed ancora oggetto di attività da parte delle istituzioni comunitarie.

A) La direttiva sui servizi di investimento (ISD 2)

È in fase avanzata di discussione il negoziato sulla proposta di direttiva sui servizi di investimento. La Commissione Europea ha presentato una proposta con la quale, oltre a suggerire taluni adattamenti all'evoluzione del mercato della normativa introdotta con la direttiva approvata nel 1992, ha ipotizzato una nuova struttura dei mercati finanziari. Il cuore della proposta, infatti, è rappresentato dal definitivo venir meno dell'obbligo di concentrare in borsa gli scambi e dalla possibilità di promuovere la concorrenza tra diversi sistemi di negoziazione.

Tra le questioni di maggior rilievo in tema di servizi d'investimento si ricordano le seguenti.

a) L'ampliamento dell'ambito di applicazione della direttiva anche ai derivati su merci.

b) L'inclusione della consulenza in valori mobiliari tra i servizi d'investimento e non più tra i servizi accessori.

c) La previsione dei c.d. *tied agents* (agenti collegati), figura in larga misura assimilabile ai nostri promotori finanziari con le rilevanti eccezioni della forma (non solo persona fisica ma anche

giuridica). In relazione alla figura giuridica è previsto che i *tied agents* aventi la veste di imprese di investimento possano svolgere la propria attività attraverso un plurimandato. Tale previsione, vietando l'attività plurimandato alle persone fisiche, è in linea con la regolamentazione nazionale che riserva tale facoltà alle sole imprese di investimento.

d) Le regole di condotta: la graduazione in relazione alla natura della clientela, la rivisitazione del principio di *best execution* e i conflitti d'interesse: la proposta di direttiva condivisibilmente articola le regole di condotta cui sono tenute le imprese investimento in relazione alla natura dei soggetti che beneficiano della prestazioni dei servizi: esse sono maggiormente stringenti per gli investitori inconsapevoli, lo sono meno per gli investitori professionali e sono escluse, salvo patto contrario, con le c.d. controparti ammissibili (banche imprese di assicurazioni, altre imprese d'investimento e qualunque altro intermediario finanziario autorizzato o regolamentato).

Appare fondamentale il riconoscimento di un livello adeguato di tutela dei risparmiatori inconsapevoli attraverso la disciplina delle regole di condotta. Se infatti gli investitori professionali possono beneficiare di minori tutele e le *eligible counterparties* possono persino rinunciare alle tutele in ragione della loro natura, i risparmiatori *retail* devono comunque poter contare su di una normativa in materia che garantisca la loro tutela.

Il principio di *best execution* viene precisato come perno della nuova disciplina dell'attività di intermediazione. Esso diventa tanto più rilevante nella valutazione della correttezza dei comportamenti degli intermediari in quanto detti intermediari non sono più tenuti ad eseguire sui mercati regolamentati gli ordini dei clienti. La disposizione non esprime più la mera valutazione dell'esecuzione corretta dell'ordine in termini di prezzo (l'art. 19, par. 1, della proposta prevede l'obbligo di garantire al cliente il miglior risultato possibile in termini di prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione, tenendo conto del momento, delle dimensioni e della natura degli ordini del cliente e di tutte le istruzioni da questo fornite) e impone alle imprese d'investimento di adottare ed aggiornare procedure tali da garantire detto obiettivo.

Viene infine precisato e ampliato l'obbligo di adottare misure atte ad identificare i conflitti d'interesse estendendone l'ambito oggettivo (anche tra clienti), rafforzati i presidi organizzativi a tutela del fatto che tali conflitti non rechino pregiudizio agli interessi dei clienti e prevista in ogni caso la *disclosure* dei conflitti stessi (qualora sussistenti) prima che l'impresa agisca.

e) La ripartizione delle competenze tra le autorità di vigilanza.

Le principali questioni in tema di **mercati** affrontate nella proposta di direttiva formulata dalla Commissione sono le seguenti.

a) La distinzione tra intermediari e mercati e la concorrenza tra sistemi alternativi di scambi: sul punto l'intervento proposto mira a chiarire le relazioni e le interazioni tra mercati regolamentati, *Multilateral Trading Facilities* (cioè sistemi multilaterali di negoziazione che consentono l'incontro al loro interno e sulla base di regole non discrezionali di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi) e i sistemi internalizzati, (cioè sistemi occasionali o istituzionalizzati di *matching* degli ordini, organizzati internamente dall'intermediario per la propria clientela. La concentrazione dell'attività di negoziazione per conto terzi nella mani di un numero sempre più ristretto di intermediari ha infatti determinato una situazione in cui grandi volumi di ordini di clienti "occasionalmente" ovvero "istituzionalmente" vengono eseguiti internamente dall'intermediario, sia compensando ordini di segno opposto, sia eseguendo l'ordine sulle proprie posizioni. Questa pratica è ben consolidata soprattutto nei sistemi che non hanno introdotto l'obbligo di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati.).

In particolare è da ritenersi fondamentale l'introduzione di norme sulla informazione precontrattuale cui sono tenuti gli intermediari che internalizzano gli scambi (c.d. *pre-trade transparency*). È necessario infatti che gli internalizzatori pubblichino le condizioni di offerta alle quali sono disposti ad acquistare o vendere le azioni oggetto di scambio, al fine di garantire che la formazione dei prezzi sul mercato dei titoli si formi correttamente tenendo anche conto dell'attività degli internalizzatori. Oltre a ciò gli intermediari che internalizzano dovrebbero anche essere tenuti a garantire in modo non discriminatorio l'accesso alle quotazioni offerte ai propri clienti ed a coloro che chiedano di diventarlo.

b) La puntualizzazione dei principi che governano i mercati regolamentati: la proposta (Titolo III) fissa in maniera sistematica ed analitica i principi in tema di autorizzazione, regolamentazione e vigilanza che li governano.

In materia di mercati, il nostro ordinamento ha precorso le scelte che stanno maturando nell'ambito dell'Unione, e ciò anche con riguardo alla possibilità di delegare la vigilanza sugli stessi ad organismi di autoregolamentazione, fatta salva la responsabilità ultima dell'autorità pubblica. A tal proposito, la proposta prevede espressamente che le autorità competenti alla vigilanza sono "pubbliche", ma è fatta salva la possibilità di delega di funzioni ad altri soggetti (art. 45, par. 2 della proposta).

c) L'adeguamento degli obblighi di trasparenza relativi alle negoziazioni allo scopo di evitare che la frammentazione delle transazioni attraverso più sistemi di esecuzione degli ordini possa danneggiare la corretta formazione dei prezzi e ridurre in via generale l'efficienza del mercato.

d) Le strutture di post-negoziazione (*clearing and settlement*).

La proposta non mira a fissare un quadro armonizzato in materia di sistemi di compensazione, liquidazione e regolamento, in relazione alla complessità sia tecnica che politica delle questioni da affrontare. Essa si limita al rafforzamento dei diritti di accesso dei partecipanti al mercato e dei mercati stessi ai sistemi di *clearing and settlement*, senza pregiudicare quelle che saranno le future scelte strategiche sull'assetto dei sistemi di post-negoziazione.

B) Direttiva sui prospetti

Sotto Presidenza italiana si è concluso il negoziato sulla proposta di direttiva in materia di prospetti.

La direttiva mira ad assicurare che in tutti gli Stati membri siano in vigore norme adeguate ed equivalenti in materia di informazione quando degli strumenti finanziari sono offerti a tutti gli investitori europei o mediante offerta al pubblico, o per effetto della loro ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato.

Il testo normativo armonizza perciò le disposizioni in materia di redazione, approvazione e diffusione del prospetto. L'entrata in vigore della direttiva darà vita ad un vero e proprio passaporto europeo per gli emittenti, conferendo una validità su scala comunitaria al prospetto approvato dall'autorità competente del paese di origine dell'emittente e facilitando così la raccolta di capitali per tutti i tipi di emittenti.

C) Direttiva sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza degli emittenti quotati

La proposta di direttiva sulla trasparenza ha l'obiettivo di migliorare le informazioni messe a disposizione di tutti gli investitori in merito alle società i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati mobiliari regolamentati nell'ambito dell'Unione europea.

La proposta costituisce una buona base di discussione ed è nell'interesse italiano che sia approvata, considerato soprattutto che essa impone a tutti gli Stati membri obblighi informativi che l'ordinamento italiano già in larga parte prevede e che invece sono assenti in buona parte degli altri Stati europei.

D) Proposta di direttiva concernente le offerte pubbliche di acquisto

Il negoziato relativo alla nuova proposta di direttiva OPA si è dimostrato, ancora una volta, molto difficoltoso.

L'imprescindibilità di addivenire a una regolamentazione comunitaria delle opa in genere, e di quelle obbligatoria in particolare, trova fondamento in molteplici ragioni:

- in un mercato del controllo delle imprese che è sempre più di dimensione comunitaria, anche grazie all'euro, non vi possono essere tutele significativamente differenziate per gli azionisti, collegate a un dato variabile quale la nazionalità dell'impresa o il mercato di quotazione;
- quello del controllo delle imprese è un mercato come gli altri e compito della Unione è creare condizioni uniformi minime per il suo libero svolgimento: discipline delle offerte pubbliche differenziate possono indebolire la posizione competitiva delle imprese quotate di quei Paesi che scegliendo norme che agevolano il ricambio del controllo si trovano esposte a scalate di società di paesi terzi, per le quali vigono regolamentazioni più restrittive, che le preservano da analoghe incursioni;
- le norme che ostacolano le opa possono essere considerate come dazi su merci (i titoli oggetto di opa) da pagarsi all'ingresso (da parte dello scalatore) o all'uscita (da parte del sottoscrittore che vende i propri titoli a prezzi ribassati rispetto a quelli in presenza di una disciplina dell'opa) di un determinato mercato nazionale;
- la concorrenza tra ordinamenti, pur essendo un potente strumento per l'omogeneizzazione delle regole, non è in grado da sola di raggiungere, in tempi brevi, quel grado di uniformità che consente di parlare di un unico mercato del controllo; nella materia in esame le variabili ordinamentali sono tali e tante ed il panorama delle discipline così diversificato che il processo di naturale convergenza può risultare impedito.

I punti della nuova proposta sui quali maggiormente aspro è il confronto investono le disposizioni che mirano a creare condizioni omogeneee di contendibilità delle imprese in ambito comunitario, gli articoli 9 e 11.

Il primo stabilisce il principio per il quale il diritto di giudicare dell'offerta deve essere riservato agli azionisti, proibendo, di conseguenza, agli amministratori di adottare misure difensive successive all'inizio dell'offerta, senza l'autorizzazione dell'assemblea; il secondo prevede che alcune barriere e misure difensive preventive (segnatamente, le limitazioni - statutarie o contrattuali - al trasferimento delle azioni e all'esercizio dei diritti di voto) siano inopponibili all'offerente o cessino di essere efficaci durante l'OPA o, successivamente ad essa, nella prima assemblea convocata dall'offerente.