



Convegno organizzato dalla Banca d'Italia e dalla Consob

A 20 anni dal TUF (1998-2018):

verso la disciplina

della *Capital Market Union*?

Indirizzo di saluto della Presidente Vicaria della Consob

Anna Genovese

Roma, 6 novembre 2018



Signor Governatore, Signori e Signore,

sono, oltre che onorata, molto lieta di portare il saluto della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa a questo Convegno che, come ricordato, è stato organizzato congiuntamente dalle Avvocature della Banca d'Italia e della Consob.

Mi unisco al Governatore nel ringraziare i Relatori e tutti coloro che nelle due Autorità hanno contribuito alla realizzazione dell'iniziativa.

Il Testo Unico della Finanza è una fonte importantissima per il sistema del diritto societario e finanziario e anche per la sistematica del diritto dell'impresa. Celebrare il ventennale del TUF significa, per la comunità degli operatori e degli studiosi di questa fonte, rimarcare e vivificarne l'importanza. Farlo con un evento ospitato dalla Banca d'Italia e promosso dall'avvocatura di Banca d'Italia e della Consob esprime consapevolezza del rilievo strategico che il TUF – sin dal 1998 – assegna alla cooperazione fra le Autorità del mercato finanziario.

Il TUF è stato il primo intervento organico in tema di società quotate e ha innovato molti aspetti della disciplina societaria

applicabile a società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'UE. Ulteriori disposizioni, introdotte nel Codice civile dalla riforma del diritto societario del 2003, in materia di società che fanno appello al mercato del capitale di rischio, hanno integrato il corpo di disposizioni riferito alle società quotate. In seguito, la disciplina degli emittenti titoli quotati contenuta nel TUF ha registrato ulteriori innesti. Alcuni in occasione del potenziamento dei controlli interni e della *governance* societaria voluto dalla legge sul risparmio del 2005. Altri per effetto del recepimento di direttive europee in materia di informazione societaria e di diritti delle minoranze, anche in caso di cessione delle partecipazioni di controllo. Ulteriori sviluppi si sono avuti a seguito di interventi finalizzati a migliorare, con le quote di genere introdotte nel 2011, la composizione degli organi di amministrazione e controllo delle società quotate.

Nella prospettiva, per quanto incerta, come traspare già dal titolo del Convegno, della realizzazione della *Capital Markets Union* (CMsU), questo corpo di disposizioni di diritto societario va riconsiderato, anche in correlazione con altre disposizioni del TUF sul collocamento e sulla negoziazione delle azioni e degli strumenti finanziari. A tale fine è necessario, prima, ribadire obiettivi e technicalità della CMsU.



La CMsU è un progetto a lungo termine ambizioso. La CMsU ha il macro obiettivo di sopprimere gradualmente le barriere economiche e legali alla creazione di un ecosistema finanziario, maggiormente diversificato e che favorisca la trasversalità e la condivisione del rischio tra i Paesi, attraverso mercati dei capitali interconnessi.

Vista dal lato di chi investe i propri risparmi, in estrema sintesi, la CMsU intende doppiamente promuovere gli investimenti: favorire gli investimenti in titoli di capitale e di debito emessi da società (soprattutto PMI), per ridurre la dipendenza che hanno le imprese dal sistema bancario tradizionale; agevolare gli investimenti transfrontalieri e accrescere la competitività internazionale dell'Unione nell'attrarre capitali da Paesi terzi.

Tali investimenti potranno realizzarsi indifferentemente attraverso l'intermediazione di una banca, attraverso i mercati dei capitali o attraverso canali alternativi come il *crowdfunding*.

Se l'Unione Bancaria è stata la prima tappa obbligata per salvaguardare la stabilità economica e finanziaria nell'Eurozona, la seconda tappa è rappresentata dalla CMsU.

Tuttavia la partita per la CMsU è complessa e non si gioca solo presso le istituzioni europee. L'*Action Plan* europeo sulla CMsU richiede uno sforzo coordinato e un impegno costante da parte di tutti gli Stati Membri e di tutte le Autorità europee e nazionali. Cruciale è la definizione di una regolazione armonizzata e adeguata in materia di tutela del risparmiatore e di integrazione e piena funzionalità di infrastrutture di mercato interdipendenti.

Il tema della tutela del risparmiatore risulta particolarmente rilevante per il nostro Paese che si caratterizza per la presenza tanto di una grande quantità di risparmio, quanto di una moltitudine di risparmiatori non professionali che non si avvalgono di consulenza finanziaria, come emerge dall'ultimo Rapporto Consob sugli investimenti finanziari delle famiglie italiane.

In questo ambito, il Testo Unico della Finanza ha ancora molto da dire anche nel dibattito sulla CMsU.

I due più importanti principi ispiratori del TUF – trasparenza dell'informazione e correttezza dei comportamenti degli operatori economici – sono i pilastri normativi su cui si regge la regolamentazione del mercato finanziario.

Tali principi sono stati declinati dal TUF attraverso regole che guardano tanto al *soggetto* (ossia al risparmiatore) quanto all'*attività* e all'organizzazione imprenditoriale (dell'emittente e dell'intermediario finanziario). I principi sono declinati, da un lato, in termini di *prerogative e diritti* riconosciuti a chi instaura con un intermediario un rapporto contrattuale finalizzato all'investimento. Dall'altro lato, in termini di *regole organizzative e comportamentali* poste alle imprese che offrono prodotti o servizi finanziari (gli emittenti, nel rapporto con investitori qualificati, con gli intermediari e con le infrastrutture di negoziazione; gli intermediari nel rapporto con i risparmiatori).

Mette conto, da questo punto di vista, sottolineare la valenza anticipatoria che il TUF, regolazione settoriale, riveste per il diritto dell'impresa in generale. Il TUF, come già aveva iniziato a fare la legge antitrust del 1990 e come farà appieno, qualche anno dopo, il Codice del consumo con le disposizioni in materia di pratiche commerciali scorrette, reca prescrizioni che combinano il paradigma giuridico dell'attività (che è l'attività delle imprese emittenti e che offrono servizi finanziari) con il paradigma giuridico del soggetto che è, a seconda dei casi, l'investitore o il risparmiatore, titolare di specifiche prerogative di protezione.

Proprio su questo versante, gli sviluppi più recenti sono stati notevoli. Negli ultimi anni sono intervenuti nel TUF nuovi e importanti inserimenti di discipline di protezione, per gli investitori e per la stabilità. Anche in questo caso, la crisi finanziaria iniziata nel 2008 ha condizionato la legislazione. La crisi ha mostrato come comportamenti dei singoli operatori, pur se legittimi o perfettamente razionali, possono risultare destabilizzanti e possono contribuire ad amplificare l'effetto di uno shock sistemico. Siffatte riflessioni hanno portato ad una revisione dell'intero impianto concettuale della regolamentazione finanziaria. Sono intervenute novità dirompenti. La più eclatante, ed inedita per la disciplina dei mercati finanziari, è la previsione di una misura inibitoria, sebbene di ultima istanza, rappresentata dalla *product intervention*. Alle Autorità tecniche competenti è stato attribuito il potere di vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione e la vendita di determinati strumenti finanziari o certi tipi di attività o di pratica finanziaria.

Altra novità rilevante è stata l'introduzione di *Alternative Dispute Resolutions* (ADRs) che accrescono la forza e la fiducia dei risparmiatori che si rivolgono al mercato finanziario per allocare i propri risparmi. Questo è il caso dell'Arbitro per Controversie Finanziarie

CONSOB

(ACF) che, sul solco dell'Arbitro Bancario Finanziario (ABF), ha introdotto nel settore finanziario un importante presidio di *private enforcement* agevolato che affianca e coadiuva il *public enforcement*, di competenza di Banca d'Italia e di Consob.

L'innegabile rafforzamento degli istituti di protezione non contraddice l'istanza, che il TUF in vario modo valorizza, di proporzionalità delle misure e di contenimento degli oneri per gli operatori. Questo rafforzamento impone all'industria di recuperare competitività attraverso razionalizzazioni e accrescimenti nella qualità dei servizi.

Il Testo Unico della Finanza ha avuto ed ha altro grande pregio: quello di avere normato la stretta collaborazione tra Consob e Banca d'Italia.

Moltissime sono le disposizioni del TUF che si riferiscono ai rapporti (di cooperazione, di collaborazione, di comunicazione reciproca, di autorizzazione previo visto, ecc.) che devono intercorrere tra la Consob e Banca d'Italia.

A livello nazionale, negli anni, ogni esperienza è stata fonte di stimolo per rafforzare cooperazione e coordinamento. Lo scorso

giugno Banca d'Italia e Consob hanno ulteriormente rafforzato la reciproca collaborazione mediante la sottoscrizione di un *Accordo quadro per la cooperazione e il coordinamento nell'esercizio delle rispettive funzioni*, già ricordato dal Governatore.

Anche nell'ambito del coordinamento fra Autorità di regolazione e vigilanza, però, la sfida è europea e può dare ulteriori vantaggi se viene affrontata anche su scala europea.

Il capitolo della CMsU dedicato all'architettura della vigilanza era forse il più ambizioso. Puntava ad uniformare e maggiormente accentrare le funzioni di regolamentazione e vigilanza finanziaria su scala europea. Il progetto è stato, rispetto alle ipotesi di partenza, indebolito da non poche difficoltà attuative. Le ricadute negative di questa debolezza, però, sono evidenti. Strumenti nuovi e importanti per la tutela degli investitori come, ad esempio, la *product intervention* già richiamata, hanno minor efficacia se applicati a macchia di leopardo da Autorità nazionali che possono vigilare appieno solo sui comportamenti di imprese rientranti nel perimetro della vigilanza nazionale.

C'è anche da dire che, in molti casi, recenti interventi legislativi sul TUF sono frutto di pressoché integrale trasposizione della normativa europea riguardante servizi di investimento (MiFID II), gestione collettiva, sedi di negoziazione, e sanzioni amministrative per gli illeciti finanziari e in materia di abusi di mercato. Il processo di uniformazione delle legislazioni nazionali in materia finanziaria dunque procede, anche se potrebbe essere più pervasivo. La disciplina dell'Unione Europea direttamente applicabile cresce e contribuisce a ridurre i margini per gli arbitraggi normativi. Tuttavia, al netto di possibili e talvolta necessarie differenze nazionali, anche le norme nazionali di mera trasposizione del diritto europeo sono soggette a interpretazione e applicazione nazionale. Possono perciò esserci disallineamenti. Sono utili meccanismi che, limitando questi possibili disallineamenti, assicurino agli operatori il terreno di gioco sostanzialmente uniforme di cui, su scala europea, c'è bisogno. Al tempo stesso, però, occorrono presidi e precondizioni che portino alla definizione, in Europa, di regole del gioco comuni realmente atte a promuovere coesione sociale e partecipazione ai benefici del maggiore sviluppo economico.

Nel perimetro della regolazione e della vigilanza finanziaria, secondo la Consob, un presidio di questo tipo potrebbe essere, per

esempio, il più diffuso utilizzo del voto ponderato nelle sedi di decisione sovranazionali quali il Consiglio dell'ESMA. Anche di questo si discute in seno al progetto di riforma delle Autorità di Vigilanza europee, quale parte del progetto di costruzione della CMsU.

Non c'è a disposizione un tempo illimitato per riflettere su questi problemi e per discutere delle soluzioni. L'innovazione tecnologica procede spedita essendo, peraltro, secondo i principi del diritto dell'Unione Europea sanciti dall'art. 3 del TUE, anche positivamente considerata e promossa.

Nel settore finanziario, l'innovazione rimanda al fenomeno del Fintech che, nelle sue diverse manifestazioni, integra un elemento di "rottura" senza precedenti per il modello tradizionale della regolamentazione e della vigilanza finanziaria. La vocazione transnazionale e massiva del fenomeno Fintech può esprimere, ancor prima del previsto, tutte le sue potenzialità e il risultato può abbondantemente sopravanzare, di fatto, il progetto europeo di CMsU, ponendosi come "fatto compiuto" - economico e di mercato - sovranazionale. Su questo processo bisogna avere una strategia. Ed è di gran lunga preferibile che sia europea e che faccia perno sulla CMsU, per cogliere le opportunità e mitigare i rischi di una rivoluzione



che non è certo possibile, ammesso che possa essere desiderabile, frenare.

Auspico che questo Convegno, che ha nel titolo un interrogativo, si riveli una occasione per fornire, dopo le inevitabili domande, anche alcune ipotesi di risposta sulle sfide che il presente e il futuro ancora di più riservano alla regolamentazione del mercato finanziario e quindi al TUF.

Formulo a tutti i partecipanti gli auguri migliori per un proficuo svolgimento dei lavori.