

VINCENZO ROPPO, Professore di Diritto civile dell'Università di Genova

L'impatto della legge sul risparmio sui mercati

1. - Comincio osservando che il titolo di questa relazione assegna al relatore un compito veramente arduo, perché è difficile capire e definire qual è l'impatto di una legge sui mercati, in particolare sui mercati finanziari. È difficile quando si ragiona intorno a una legge già abbastanza sedimentata e sperimentata: come accade negli Stati Uniti, dove è in corso un dibattito sulle ragioni che stanno erodendo la posizione di New York come piazza dominante della finanza globalizzata in favore di Londra. Ci si chiede in particolare se il colpevole, l'assassino, sia la legge Sarbanes-Oxley del 2002 o se invece questa non c'entri molto o c'entri molto poco. E ci sono due partiti di opinione al riguardo. È tanto più difficile arrivare a questa valutazione quando si ha a che fare con una legge, come la 262 del 2005, che prima di tutto è molto fresca, meno di un anno, e che poi è ancora abbastanza lontana dall'essere definitivamente assestata. È in corso un decreto correttivo legittimato dall'art. 43 della stessa legge (forse legittimato solo fino a un certo punto, perché in realtà il decreto dell'art. 43 aveva lo scopo di adeguare alla legge 262 il TUB e il TUF, mentre in realtà si sta prevalentemente adeguando la legge 262 ai ripensamenti che su tanti fronti e in pochi mesi sono maturati nella mente del legislatore).

E quindi, una relazione come quella che dovrei svolgere non può basarsi su dati empirici suscettibili di una valutazione e di un giudizio a sua volta ben definito. Butterò lì alcune congetture, alcuni spunti, alcune suggestioni, non più di questo; e lo farò, tra l'altro, con riferimento a un aspetto limitato di questa legge. Non mi occuperò ovviamente della parte di essa che riguarda i temi della *governance* societaria, mi limiterò alle norme che hanno in impatto più diretto sulle operazioni del mercato finanziario.

2. - Ecco, mentre ieri ragionavo un po' su come organizzare il discorso, su come presentare quelle che mi sembrano alcune novità significative di questa legge, mi è venuto in mente di utilizzare una griglia bell'e pronta, quella costituita da un documento che il presidente Conti Nibali ha evocato nelle sue parole introduttive, cioè la Carta dei diritti dei risparmiatori approvata l'anno scorso dall'ANASF.

Lo faccio non per lanciare uno spot pubblicitario in favore dell'organizzazione ospitante, ma perché trovo che davvero i punti cardine della Carta dei diritti si prestino a richiamare in modo molto appropriato quelle che mi sembra siano le principali novità portate dalla Legge sul risparmio, o, per differenza, a segnalare quelle che, in qualche caso, possono considerarsi lacune presenti nella stessa.

3. - Qual è il primo dei diritti che la Carta ANASF identifica come diritti dei risparmiatori? Diritto a un mercato del risparmio ben regolato.

Uscendo dal generico, la Carta precisa soprattutto un punto, che precisa utilmente questa enunciazione di carattere così ampio: un mercato del risparmio ben regolato è essenzialmente un mercato governato da regole che siano tendenzialmente uguali per tutti gli intermediari, al fine di creare un contesto omogeneo nei confronti dei

risparmiatori, i quali hanno diritto di contare sui medesimi *standard* e sulle medesime garanzie, a prescindere dal canale distributivo a cui si rivolgono.

Ecco, attaccandoci a questa enunciazione, viene immediatamente in mente uno dei punti su cui la Legge sul risparmio ha inciso in modo significativo, e cioè un inizio di robusto smantellamento di alcune nicchie o alcuni santuari che in passato proteggevano dall'applicazione della disciplina comune del mercato finanziario determinati segmenti. Parlo, ovviamente, delle banche e delle assicurazioni. Oggi, col nuovo 25-bis del TUF, abbiamo fatto un grosso passo avanti verso l'omogeneizzazione della disciplina, in particolare verso l'attrazione sotto il regime della sollecitazione del pubblico risparmio, delle regole in materia di comportamenti e di contratti che riguardano in generale servizi e prodotti di investimento, anche prodotti emessi dalle banche, anche i prodotti assicurativi a prevalente contenuto finanziario. In parte, anche se non del tutto, questo processo di omogeneizzazione è stato spinto fino a coprire anche la disciplina dell'offerta fuori sede.

4. - Il secondo dei diritti di cui la Carta ci parla è il diritto alla correttezza e alla professionalità degli operatori.

E questo evoca immediatamente, tra le altre cose, la disciplina dei conflitti d'interesse su cui la Legge n. 262 interviene con due norme, l'art. 9 e l'art. 10. Dell'art. 9 si deve, in qualche misura, parlare al passato, perché portava una delega che non è stata tempestivamente attuata. L'art. 10 no, e sull'art. 10 forse una osservazione si può fare, che non è tanto sul merito dei suoi contenuti, ma piuttosto su un aspetto di contesto, se si vuole di ordinamento.

Il succo della norma è identificare il rimedio tipico e vincolato per i conflitti d'interesse nella separatezza organizzativa. Ecco, questo suggerisce un confronto con la direttiva MIFID, ed è un confronto che pone in evidenza una non perfetta sovrapposibilità delle due discipline, perché la direttiva MIFID, che pure si occupa di conflitti di interesse, non irrigidisce il rimedio nell'identificazione dell'unico rimedio consistente nella separatezza organizzativa, ma indica un principio, lasciando molta più flessibilità per quello che riguarda l'identificazione degli strumenti più appropriati per attuarla.

5. - Il diritto numero tre è il diritto all'informazione chiara, completa e trasparente.

C'è una bandiera nella disciplina del mercato finanziario che si sventola quando si parla di questo, ed è la bandiera del prospetto informativo. Anche su questo il legislatore è intervenuto l'anno scorso, sta intervenendo o reintervenendo col decreto *in itinere* per dare risposta soprattutto a un problema molto specifico e molto sentito anche per vicende ben note che hanno travagliato i mercati finanziari in quest'ultima fase. Mi riferisco alle obbligazioni, o comunque ai prodotti finanziari emessi anche all'estero, e io aggiungo soprattutto e prevalentemente all'estero, collocati in sede di primo collocamento presso operatori qualificati e successivamente rivenduti da questi a clientela *retail*, a clientela non qualificata, investitori non professionali.

Qui, la scelta del legislatore è stata nel senso di costruire un'alternativa: o anche questi prodotti sono assistiti da prospetto informativo; o, in difetto, scatta un rimedio alternativo.

Il rimedio alternativo sta subendo delle vicende abbastanza interessanti, delle trasformazioni significative, perché nel testo originale della Legge 262 era stato identificato in un impegno di garanzia da parte dell'investitore professionale che ha fatto il secondo collocamento alla clientela *retail* rispetto alla solvenza dell'emittente, peraltro con una limitazione temporale in cui qualcuno aveva visto un sostanziale depotenziamento dello strumento, perché questa garanzia era destinata a durare solo per 12 mesi decorrenti non dal collocamento, ma dall'emissione del titolo. E quindi, si è osservato, probabilmente sarebbe bastato o basterebbe giocare con un po' di attenzione e di sapienza sui tempi del collocamento nel mercato secondario *retail* per sfuggire al rimedio prospettato dal legislatore.

Ma comunque questo è un discorso che appartiene al passato perché in realtà il decreto correttivo ha scelto un'altra strada: l'alternativa che scatta in caso di mancata pubblicazione del prospetto informativo è la nullità del contratto. Rimedio che scatta anche qui sulla base di una certa condizione temporale, cioè che il collocamento sul mercato secondario sia stato effettuato nei 12 mesi dall'emissione. Ecco, forse anche questa è una griglia temporale che rischia di depotenziare un pochino lo strumento, il quale strumento di suo è, invece, potentissimo.

Anzi, qualcuno ha osservato, perfino esageratamente distruttivo e implicante la possibilità di una sua utilizzazione anche al di là del ragionevole orizzonte di tutela che dovrebbe animare il legislatore che si pone questo particolare problema. E infatti la nullità, e qui lo dico da civilista, è la bomba atomica, anzi è la bomba a grappolo che distrugge a 360 gradi, a prescindere da motivazioni di chi la usa, da condizioni di impiego, e così via. E allora - si è osservato - il risparmiatore che investe tutto sommato consapevolmente in obbligazioni in presenza di una certa situazione dei tassi, e che poi nel corso del tempo vede il valore del titolo su cui ha investito fortemente variato in peggio per un certo imprevedibile andamento dei tassi, ha la possibilità di sistemare la sua posizione facendo valere la nullità. In questo modo si protegge contro un rischio di tasso che invece, in qualche misura, si può pensare lui abbia consapevolmente accettato, e che non corrisponde alla *ratio* di tutela che dovrebbe essere sottostante a questa norma: la quale è proteggere il risparmiatore non già contro il rischio di tasso, bensì esclusivamente contro un rischio di *default* dell'emittente.

Ecco, questo è un esempio di come questa disciplina abbia forse bisogno ancora di qualche calibratura per evitare scarti: o nel senso di un difetto di tutela, di una tutela che sta sotto una giusta soglia, o viceversa di un tutela che in modo un po' avventato si spinge fino a eccedere quella che sarebbe la giusta soglia di protezione o il giusto tipo di protezione da accordare nella specifica situazione al risparmiatore.

6. - Il quarto diritto è il diritto al prodotto adeguato.

E qui vengono in gioco le nuove regole in materia di adeguatezza del prodotto rispetto al profilo del risparmiatore. Stiamo parlando del nuovo art. 21 lettera a) del Testo Unico della Finanza, con la sua previsione in materia di classificazione dei prodotti in base al loro grado di rischiosità, e con l'altra norma generale che riguarda il vincolo dell'intermediario a garantire in modo indistinto, e quindi a tutto campo, l'adeguatezza del prodotto o del servizio offerto.

Forse anche qui, quello che si potrebbe rilevare è un certo grado di distonia rispetto all'impostazione della direttiva MIFID, che esclude da quest'area di tutela rispetto all'adeguatezza del prodotto, ad esempio una fascia di operazioni, quelle che rientrano nella tipologia *execution only*, per esempio, che invece risultano coperte dalla formulazione della Legge 262.

7. - Un punto su cui questa legge mi pare forse un po' omissiva è quello che risulta identificato dal quinto, e ultimo, dei diritti dei risparmiatori enunciati dalla Carta, il diritto all'assistenza.

E qui si intende, essenzialmente, assistenza post-vendita: che si traduce fondamentalmente in un diritto del risparmiatore e un dovere dell'intermediario all'informazione post-contrattuale, quando invece in questa disciplina il *focus* è concentrato quasi esclusivamente sull'informazione pre-contrattuale. Ecco, oggi come oggi, l'informazione post-contrattuale è un pochino la Cenerentola del regime delle operazioni del mercato finanziario, perché ne parla l'art. 28 del Regolamento Intermediari, ma ne parla in termini abbastanza restrittivi, dicendo che riguarda solo i prodotti di risparmio gestito, mentre per quello che riguarda le operazioni di risparmio amministrato, l'obbligo di informazione post-contrattuale opera solo in casi estremamente circoscritti, cioè quando si verificano rilevanti perdite su prodotti molto specifici, e cioè derivati e *warrants*.

Forse, se si fosse ampliata un pochino l'area di applicabilità di un dovere dell'intermediario di intervenire sul cliente per avvertirlo che il prodotto che lui ha nel suo dossier sta subendo andamenti che meritano un po' di attenzione ed eventualmente una manovra, si sarebbe fatto secondo me un passaggio appropriato e desiderabile.

8. - Che conclusioni emergono dal quadro che ho provato, in modo molto sintetico, a delineare?

Ci sono molti punti positivi nella nuova disciplina con cui ci stiamo da poco confrontando, e ho provato a esplicitarli. Ci sono punti meno buoni, ci sono aspetti in qualche modo critici, qualche lacuna, qualche zona d'ombra.

Prima di tutto, e qui lo voglio rimarcare, a livello di difetti generali, deve deplorarsi questa instabilità della disciplina, questa eterna e mai assestata instabilità di una disciplina che non riesce a trovare il suo *ubi consistant*. Questo è di per sé un fatto negativo che porta danno al mercato sia sul versante degli operatori, sia sul versante dei risparmiatori. Bisognerebbe arrivare, prima o poi, a poter contare su un corpo di regole ragionevolmente stabili e definite, non esposte a continui cambiamenti. Sì, l'immagine del cantiere sempre aperto è accattivante, però è anche bene che a un certo punto i cantieri chiudano e la marcia sulla strada possa riprendere in modo più tranquillo e sicuro.

Sono emerse sconessioni tra la nuova disciplina e il quadro normativo più complesso in cui questa disciplina necessariamente si deve inscrivere. Ho accennato a quel tanto di sfasatura nei confronti della direttiva MIFID, ma, aggiungo, anche la sfasatura che oggi registriamo rispetto al Codice delle assicurazioni sotto tanti profili, il più eclatante

dei quali è - cosa che sta particolarmente a cuore ai promotori finanziari - questo strano doppio regime a cui i promotori finanziari risultano assoggettati nel momento in cui collocano oltre ai prodotti finanziari anche prodotti assicurativi (come oramai per la crescente contiguità di questi mercati tende ad accadere), e che si trovano quindi ad essere assoggettati insieme a un regime CONSOB e a un regime ISVAP che non necessariamente saranno coerenti e armonici tra loro, se non altro perché sono applicati da Autorità con storie e con sensibilità diverse, col rischio di sfasature, confusioni, incertezze.

9. - Qualcosa che trovo anche poco apprezzabile nella Legge 262 sono alcune scorie rimaste lì, senza avere il senso che probabilmente avevano in origine, nel momento in cui sono state introdotte. Parlo, ad esempio, della previsione di questa Commissione per la tutela del risparmio, di cui si legge nell'art. 30 comma 3 (il cui titolo tra l'altro allude a tutt'altra materia) della quale peraltro non si precisano le funzioni, ed è anche difficile indovinare le funzioni, nel momento in cui il mercato del risparmio risulta presidiato da una istituzione ormai venerabile e sperimentata come la CONSOB. Cosa farà di più e di diverso dalla CONSOB la Commissione per la tutela del risparmio di cui questa norma parla, identificandone composizioni, compiti specifici ma senza dirci qual è la sua missione, qual è il *core* delle sue funzioni?

E forse la stessa cosa vale un po' anche per questa delega che l'art. 27, 3° comma della Legge, affida al Governo per la redazione di uno Statuto dei risparmiatori e investitori che suona un po' misterioso, perché anche qui non si capisce che cosa abbia in mente il legislatore quando parla di uno Statuto dei risparmiatori e degli investitori. Lo Statuto dei risparmiatori e degli investitori o allude a un ulteriore compito di coordinamento e di risistemazione organica della disciplina a tutela del risparmio, oppure non si capisce che cosa possa avere di diverso dall'attuale complesso delle norme che presidiano il mercato finanziario nella prevalente prospettiva di tutelare i risparmiatori che vi accedono.

Ecco, io credo che ci troviamo di fronte a declamazioni abbastanza generiche, fatte un po' *ad pompam* e a cui non corrisponde un reale contenuto normativo. In questo senso, trovo che siano previsioni che un pochino sporcano l'architettura complessiva della legge di cui stiamo parlando.

10. - Ma a questo punto mi accorgo di avere virato eccessivamente sul negativo, e vorrei un po' correggere il tiro, introducendo qualche altro elemento col segno "più".

Uno degli elementi di fondo che trovo positivi nell'impostazione della nuova Legge sul risparmio è che all'interno di essa si percepisce l'idea del legislatore di essere fedele a una indicazione costituzionale che, tra l'altro, è abbastanza recente perché è stata introdotta nella Costituzione alcuni anni fa. Alludo a quel quarto comma del nuovo art. 118 della Costituzione che codifica il principio di sussidiarietà orizzontale. In base ad esso la Repubblica valorizza l'autonoma iniziativa dei cittadini singoli e associati per lo svolgimento di attività di interesse generale.

Ora, una opportuna regolazione dei comportamenti degli operatori del mercato finanziario è un'attività di interesse generale. Il che vuol dire che lo svolgimento di

questa attività, il perseguimento degli obiettivi che essa sottende, possono e in qualche misura devono essere, laddove possibile, affidati all'iniziativa autonoma dei soggetti interessati. Nel nostro caso, gli operatori, i protagonisti del mercato finanziario. Vuol dire ad esempio valorizzare la capacità di questi soggetti di darsi autonomamente regole di condotta.

Questo ci rinvia alla materia dei codici di comportamento o dei codici di autodisciplina, che già da tempo la legislazione sul mercato finanziario sta considerando con crescente attenzione e favore, e che la recente legge 262 mostra di voler ulteriormente valorizzare. Per esempio, i nuovi artt. 124bis o 124ter del Testo Unico come introdotti dalla legge 262/2005 riprendono e valorizzano il tema dei codici di comportamento, facendone materia di previsioni che riguardano soprattutto le informazioni circa l'esistenza e il rispetto dei codici di comportamento, da trasmettere come messaggio al pubblico dei risparmiatori.

11. - C'è poi un'altra norma che, soprattutto in questa sede, mi pare opportuno richiamare, e che si basa sulla stessa idea. Una giusta ed equilibrata sinergia di pubblico e privato nella costruzione delle regole e degli apparati che presiedono al funzionamento del mercato finanziario si riflette nella nuova previsione in materia di Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari. Nella nuova formulazione, l'Organismo è identificato come il modello a cui, ormai senza alternative, si guarda per la gestione di questa ulteriore attività di interesse generale che è l'organizzazione e la tenuta dell'Albo a cui i promotori finanziari si devono iscrivere per poter legittimamente operare.

Questa funzione, dice la Legge sul risparmio, è allocata in modo non potenziale (come accadeva prima) ma attuale e vincolato a un soggetto che ha natura privata, ed è costituito da organizzazioni private, le organizzazioni rappresentative degli intermediari finanziari e dei promotori finanziari. Se c'è un esempio di interpretazione e applicazione del principio di sussidiarietà orizzontale nel nostro settore è proprio la previsione dell'Organismo, la cui operatività poi naturalmente è legata alla successiva normazione secondaria di fonte CONSOB che dovrà definire i principi e i criteri a cui l'Organismo si dovrà attenere nello svolgimento dei propri compiti, che sono compiti di natura pubblica ancorché assegnati a un soggetto privato.

Ma sicuramente la CONSOB, nel fare questo lavoro di regolamentazione più specifica, non mancherà di rispettare un principio che la legge a livello di norma primaria si è curata di introdurre, cioè quello per cui, in ogni caso, dovrà essere salvaguardata l'autonomia organizzativa e statutaria dell'Organismo stesso.

Credo poi che nello stesso spirito la CONSOB si attingerà, quando si troverà ad adempiere il mandato di cui all'art. 31, 6° comma, lettera L) nuova formulazione, che le assegna il compito di disciplinare l'attività e le modalità dell'aggiornamento professionale dei promotori finanziari. Questo è un terreno su cui, secondo me, sarà opportuno valorizzare adeguatamente l'intervento, l'iniziativa e anche l'esperienza già maturata dalle organizzazioni dei soggetti protagonisti delle relazioni di mercato finanziario, cioè promotori finanziari per un verso, reti distributive per l'altro.

12. - Insomma, per concludere, il bicchiere non è né tutto pieno, né tutto vuoto; come sempre accade nella vita, è al tempo stesso mezzo pieno e mezzo vuoto.

E allora, decisivo diventa lo spirito con cui si atteggia chi guarda al bicchiere, e io credo che lo spirito giusto debba consistere non nel disperarsi e piangere perché il bicchiere è mezzo vuoto, e neanche accontentarsi del fatto che il bicchiere sia mezzo pieno, bensì compiacersi che sia mezzo pieno e lavorare con impegno e serietà per riempire anche l'altra metà. E naturalmente riempirla di vino buono che, in omaggio alla regione che ci ospita, immagino possa essere un Nero d'Avola Riserva 2000.

Grazie.