

CAMERA DEI DEPUTATI ^{N. 3227-A}

RELAZIONE DELLA VI COMMISSIONE PERMANENTE (FINANZE)

presentata alla Presidenza il 29 luglio 2003

(Relatore: **LETTIERI**)

SULLA

PROPOSTA DI LEGGE

D'INIZIATIVA DEI DEPUTATI

LETTIERI, ALBERTINI, ANNUNZIATA, BENVENUTO, GIOVANNI BIANCHI, BORRELLI, BOTTINO, BOVA, CAMO, CARBONELLA, CEREMIGNA, CIMA, COSSA, CRISCI, DAMIANI, DI GIOIA, FANFANI, FIORONI, FRIGATO, GAMBINI, GRANDI, IANNUZZI, ILLY, LADU, LETTA, SANTINO ADAMO LODDO, LUONGO, LUSETTI, MARCORÀ, MEDURI, MILANA, MOLINARI, MOSELLA, OLIVERIO, OLIVIERI, OSTILLIO, PATRIA, PINZA, PISICCHIO, PISTONE, POTENZA, QUARTIANI, ROCCHI, ROTUNDO, SANTAGATA, SQUEGLIA, STRADIOTTO, TIDEI, TOLOTTI, ZANELLA

Modifica all'articolo 5 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente le attività di consulenza su strumenti finanziari

Presentata il 3 ottobre 2002

ONOREVOLI COLLEGHI! — La proposta di legge in esame intende introdurre una disciplina organica dell'attività degli analisti finanziari, la quale, in quanto idonea ad orientare le strategie e le decisioni di investimento degli intermediari e dei singoli risparmiatori, assume un ruolo cruciale ai fini di un corretto e trasparente funzionamento dei mercati finanziari.

Il valore informativo degli studi, che si traduce in un'influenza significativa sull'andamento del mercato e sul meccanismo di formazione dei prezzi, pone l'esigenza di assicurare un adeguato quadro regolamentare e di vigilanza con riguardo ai possibili effetti dei medesimi studi sull'integrità dei mercati, soprattutto in considerazione dei potenziali conflitti di interessi che gravano sui soggetti che li producono e li diffondono.

Le note vicende che hanno investito negli ultimi mesi i mercati finanziari internazionali e nazionali hanno evidenziato, poi, forti profili di criticità in merito alla attività degli analisti finanziari, quali la forte prevalenza di consigli operativi « *Buy* », la sostanziale assenza di studi negativi, l'uniformità dei giudizi espressi negli studi, la difficoltà e la lentezza con cui essi mutano i medesimi giudizi, nonché i più generali problemi discendenti dai conflitti di interesse.

In particolare, l'esperienza statunitense ha dimostrato l'inadeguatezza di un sistema incentrato sull'ampio ricorso alla autoregolamentazione e sulla mera previsione in capo agli intermediari dell'obbligo di porre in essere delle « muraglie cinesi » (*chinese walls*), le quali dovrebbero assicurare la neutralità dell'analisi impedendo la circolazione e lo sfruttamento delle informazioni disponibili a ciascun comparto dell'organizzazione degli operatori polifunzionali.

La normativa vigente.

Nel nostro ordinamento manca attualmente una normativa primaria organica relativa agli analisti finanziari, la cui figura e attività non è espressamente contemplata dal Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998.

In via preliminare, è opportuno precisare che l'attività di analisi finanziaria non è riconducibile, — come sostenuto da parte della dottrina — alla consulenza in materia di strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma b, lettera (f), del citato Testo unico. La consulenza, come osservato dal professor Lener, nell'audizione svolta presso la Commissione finanze nel corso dell'esame in sede referente della presente proposta, consiste nel fornire al cliente indicazioni sulle scelte di investimento da effettuare e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla particolare situazione economica e agli obiettivi del cliente stesso. Essa è caratterizzata, inoltre, dall'esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato fra il consulente e il cliente, che ovviamente non sussiste nel caso di predisposizione e divulgazione di studi e ricerche.

Il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria fa espresso riferimento agli studi soltanto all'articolo 114, il quale demanda alla Consob il compito di stabilire, con regolamento, « in quali casi e con quali modalità devono essere fornite informazioni al pubblico sugli studi ». La disposizione concerne i soli studi elaborati da emittenti quotati e da intermediari autorizzati a prestare servizi di investimento, nonché da soggetti in rapporto di controllo con essi. Sono, quindi, esclusi dall'ambito di applicazione del medesimo articolo gli studi prodotti dagli analisti c.d. « indipendenti »

o, comunque, da soggetti diversi dagli intermediari autorizzati ed emittenti quotati.

Questa limitazione soggettiva (intermediari e emittenti) e oggettiva (la diffusione al mercato degli studi) prevista dalla normativa primaria si è riflessa, quindi, nella regolamentazione secondaria adottata dalla Consob, ai sensi dell'articolo 114. In particolare, l'articolo 69 del Regolamento Consob 11971 (noto come regolamento emittenti) disciplina la diffusione di studi e statistiche da parte degli emittenti, degli intermediari finanziari (e quindi degli analisti finanziari che operano per conto degli intermediari) e dei soggetti in rapporto di controllo con questi ultimi. In particolare, la norma stabilisce che gli studi e le ricerche elaborati da intermediari autorizzati (siano essi italiani o stranieri) devono essere resi di pubblico dominio non appena pubblicati, nel caso in cui siano destinati al pubblico, ovvero entro 60 giorni dalla loro prima distribuzione, nel caso in cui siano destinati ai soci dell'emittente o ai clienti dell'intermediario che li elabora.

Una ulteriore disciplina è stata posta in essere, in via di autoregolamentazione, dall'Associazione italiana degli analisti finanziari (AIAF), la quale ha di recente aggiornato e integrato il proprio codice etico, prevedendo, in caso di violazione delle previsioni in esso contenute, censure anche pubbliche.

Il quadro normativo sinteticamente richiamato risulta evidentemente lacunoso.

In primo luogo, non è previsto alcun requisito o condizione per lo svolgimento della attività, sicché qualunque soggetto, anche senza alcuna specifica professionalità o esperienza, risulta legittimato a predisporre e divulgare studi e raccomandazioni anche se hanno per oggetto strumenti finanziari quotati.

Le stesse imprese di investimento e le banche possono avvalersi di personale sprovvisto di una specifica competenza professionale.

In secondo luogo, nessuna disciplina è prevista in merito alle situazioni di conflitto di interessi, con particolare riferimento gruppi finanziari polifunzionali, nel

cui ambito si effettuano attività e si prestano servizi che possono influenzare negativamente la correttezza comportamentale dell'attività di realizzazione e diffusione di studi.

In terzo luogo, la disciplina della c.d. *disclosure*, di cui al regolamento emittenti, sconta poi le limitazioni oggettive e soggettive richiamate in precedenza.

Manca, infine, la previsione di sanzioni amministrative adeguate ed effettive specificamente applicabili agli analisti finanziari.

Anche la Commissione di studio sulla trasparenza delle società quotate, istituita, in seguito alla vicenda Enron, con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 9 aprile 2002 e presieduta dal professor Galgano, nella propria relazione conclusiva presentata il 27 settembre 2002, ha evidenziato come le analisi condotte e le recenti vicende connesse ad alcuni conclamati scandali dimostrino che il settore necessita di ulteriori e più incisivi interventi di regolazione, oltre che di opportune forme di coordinamento internazionale, per superare i problemi di arbitraggio normativo.

L'evoluzione della normativa negli altri ordinamenti.

La lacunosità del quadro regolamentare non costituisce una peculiarità del nostro ordinamento.

Come ricordato dalla Consob nel corso dell'audizione svolta presso la Commissione finanze nel corso dell'esame della presente proposta, nei principali Paesi sviluppati, segnatamente gli Stati Uniti, il Giappone, il Regno Unito, la Germania e la Francia, sono state recentemente introdotte o sono allo studio regolamentazioni in tema di correttezza degli studi e di gestione delle situazioni di conflitto di interessi.

Anche la IOSCO (*International Organization of Securities Commission*) sta predisponendo una serie di principi in materia di conflitti di interessi degli analisti, prevedendo, in particolare, una serie di

possibili strumenti regolamentari basati sulla trasparenza e su regole comportamentali.

Le iniziative in atto nei paesi sopra richiamati e a livello internazionale intervengono con modalità e intensità diverse su almeno alcuni dei seguenti aspetti:

il contenuto informativo e le modalità di presentazione e diffusione degli studi;

l'operatività e il comportamento delle società che producono gli studi e degli analisti;

la trasparenza dei conflitti di interessi, mediante la previsione della presenza obbligatoria negli studi di apposite avvertenze che esplicitino la presenza di eventuali conflitti di interessi e ne descrivano la natura (*disclosure ex-ante*), ovvero dell'obbligo di diffondere al pubblico, eventualmente dopo un congruo periodo di tempo dalla loro diffusione ai clienti, tutti gli studi prodotti (*disclosure ex post*);

le procedure organizzative interne degli intermediari che producono studi, mediante l'introduzione di regole volte a garantire l'indipendenza delle funzioni dedicate alla produzione di studi, quali le « muraglie cinesi »;

la previsione di particolari requisiti di professionalità e onorabilità per lo svolgimento dell'attività di analista;

l'attività c.d. di *investor education*, intesa ad illustrare ai clienti che utilizzano gli studi l'esistenza e la rilevanza dei possibili conflitti di interessi che possono affliggere i soggetti che li redigono.

Il contenuto della proposta di legge in esame.

La proposta in esame è stata oggetto di una esame approfondito ed articolato nel corso dell'esame in Commissione. Sono state, in particolare, svolte alcune audizioni che hanno consentito l'acquisizione di elementi utili di conoscenza e valuta-

zione, sulla base dei quali il testo della proposta è stato interamente riformulato.

In coerenza ai canoni di buona legislazione, si è ritenuto opportuno intervenire mediante puntuali novelle alle pertinenti disposizioni del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

In via preliminare, appare opportuno sottolineare come la proposta demandi la disciplina degli aspetti connotati da una particolare complessità tecnica alla Consob. Il ricorso alla regolamentazione di secondo livello è pienamente coerente con l'impostazione del Testo unico, e risponde all'esigenza di assicurare la necessaria flessibilità e adattabilità della disciplina alle rapida evoluzione del mercato, valorizzando l'esperienza maturata dalle autorità di vigilanza in questo campo.

Il rinvio alla normativa secondaria consente, inoltre, un più agevole adattamento della disciplina interna all'evoluzione delle disposizioni in materia di norme internazionali, in particolare in sede di Unione europea e di IOSCO.

L'articolo 1, comma 1, dispone modifiche all'articolo 1 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, recante le definizioni relative all'applicazione del medesimo decreto.

In particolare, la lettera *a*) ricomprende tra i servizi accessori a quelli di investimento anche la predisposizione e diffusione di studi. La lettera *b*) definisce, ai fini della applicazione della disposizione introdotta con la lettera *a*):

lo studio come qualsiasi ricerca, analisi o rappresentazione di situazioni avente ad oggetto titoli di emittenti quotati, emittenti quotati o settori industriali, che contiene previsioni sull'andamento futuro e che, esplicitamente o implicitamente, fornisce un consiglio di investimento, predisposta o diffusa da soggetti abilitati o da soggetti in rapporto di controllo con essi

l'analista finanziario quale soggetto in possesso dei requisiti di onorabilità e di specifiche e comprovate esperienze in ma-

teria di studi definiti con regolamenti della Consob.

L'articolo 2, integrando l'articolo 6, comma 2, del Testo unico, estende la vigilanza regolamentare della Consob all'attività degli analisti finanziari, con particolare riferimento:

alle regole necessarie ad assicurare la correttezza dello svolgimento dell'attività di predisposizione e di divulgazione degli studi, nonché a prevenire o, comunque, gestire correttamente eventuali situazioni di conflitto di interessi tra lo svolgimento di questa attività e le altre attività svolte dai soggetti abilitati o da altri soggetti ad essi legati da rapporti di controllo;

alla individuazione dei criteri per la definizione e l'accertamento dei requisiti di onorabilità, esperienza e professionalità degli analisti finanziari.

L'articolo 3, aggiungendo un articolo 25-*bis* nel Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, consente agli intermediari autorizzati o ai soggetti in rapporto di controllo la predisposizione e la diffusione degli studi, precisando che essi devono avvalersi di soggetti in possesso di requisiti di onorabilità e di specifiche e comprovate esperienze e professionalità.

Inoltre, si attribuisce alla Consob il compito di disciplinare le modalità di predisposizione e diffusione degli studi da parte dei soggetti abilitati, al fine di assicurarne la correttezza, l'imparzialità, la completezza e la chiarezza.

L'articolo 4, modificando il comma 5 dell'articolo 114 del Testo unico, demanda alla Consob il compito di stabilire in quali casi e con quali modalità devono essere fornite informazioni al pubblico sugli studi e sulle statistiche concernenti titoli di emittenti quotati o settori industriali, elaborati da emittenti quotati, da soggetti abilitati o dai c.d. analisti indipendenti.

L'articolo 5, aggiungendo un ulteriore articolo (articolo 114-*bis*) al Testo unico, detta disposizioni relative agli analisti co-

siddetti indipendenti, intesi quali soggetti che svolgono in modo professionale l'attività di predisposizione e diffusione di studi, diversi dai soggetti abilitati o da emittenti titoli quotati o da soggetti legati da rapporti di controllo con questi ultimi. In particolare, si dispone l'estensione agli analisti indipendenti delle norme previste dagli articoli precedenti per i soggetti abilitati, relativamente alla professionalità e onorabilità degli analisti, alla correttezza, imparzialità, completezza e chiarezza degli studi, alle norme comportamentali, nonché ai relativi poteri della Consob.

L'articolo 6, intervenendo su diverse disposizioni del Testo unico, prevede apposite sanzioni per la violazione delle norme sulla predisposizione e divulgazione degli studi introdotte dalle lettere precedenti.

In particolare, si prevede, per l'inosservanza delle disposizioni introdotte dagli articoli 3 e 5, l'arresto da sei mesi a tre anni e l'ammenda da 5.000 a 50.000 euro, con pubblicazione della relativa sentenza su almeno due quotidiani a diffusione nazionale.

Il comma 3 disciplina le sanzioni amministrative specificamente applicabili agli analisti finanziari che violino le norme del D.Lgs. n. 58 del 1998, come modificato dal testo in esame, o le disposizioni generali emanate dalla Consob in forza di esso. Si precisa che a tali sanzioni, nonché alle sanzioni per violazione degli obblighi di informazione societaria di cui all'articolo 193 del D.Lgs. n. 58 del 1998, trova applicazione la disciplina generale in materia di delle sanzioni amministrative di cui alla legge n. 689 del 1981, ad eccezione delle norme in materia di pagamento in misura ridotta.

Le sanzioni sono applicate dalla Consob con provvedimento motivato, previa contestazione degli addebiti agli interessati e valutate le deduzioni da essi presentate nei successivi trenta giorni. Nello stesso termine gli interessati possono altresì chiedere di essere sentiti personalmente.

L'articolo 7 stabilisce che la Consob è tenuta ad emanare, entro sei mesi dall'en-

trata in vigore della provvedimento in esame, le disposizioni regolamentari di cui agli articoli 2, 3 e 4.

Alcune considerazioni sull'importanza della proposta.

L'intervento prospettato dalla proposta in esame assume una importanza esemplare sul piano del metodo e dei rapporti tra il Parlamento e il Governo.

Il Parlamento si « riappropria » della competenza a legiferare nelle materie relative all'assetto dei mercati finanziari. È la prima volta in questa legislatura che un provvedimento organico di modifica della disciplina del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria giunge all'esame dell'Aula, superando la convinzione per cui l'alta tecnicità e complessità della disciplina dei servizi finanziari non rende possibili o opportune iniziative legislative parlamentari.

In effetti, negli ultimi anni la normativa primaria in materia è stata adottata mediante un ampio ricorso alla delega legislativa la quale, a sua volta, soprattutto dopo l'adozione del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, rinvia alla regolamentazione posta in essere dalla autorità di vigilanza.

Questo modello decisionale, articolato su più livelli, risponde alla obiettiva esigenza di assicurare alla normativa la qualità tecnica e la flessibilità rese necessarie dalla forte dinamicità e dalla costante evoluzione dei mercati finanziari. Si tratta di un modello radicato negli ordinamenti di altri paesi sviluppati e in via di consolidamento anche nell'ordinamento comunitario, mediante l'applicazione delle raccomandazioni contenute nel rapporto finale del comitato dei saggi presieduto da A. Lamfalussy.

Ciò non significa, tuttavia, che il Parlamento deve astenersi da iniziative legislative nel settore, limitandosi ad attendere e ad approvare disegni di legge delega, che prevedano l'attribuzione di ampi poteri al Governo.

Al contrario, proprio l'articolazione dei poteri decisionali su più livelli valorizza il ruolo del Parlamento sul piano dell'indirizzo politico e della supervisione generale della rete di centri decisionali operanti nell'ordinamento.

La centralità della funzione parlamentare risiede, in tal modo, nella sua attitudine a garantire la coerenza, la trasparenza e la tenuta complessiva di un sistema policentrico, stabilendo, attraverso la definizione di principi e regole generali, il quadro unitario nel quale devono esplicarsi le competenze normative del Governo e delle competenti autorità di settore.

Queste conclusioni trovano poi conferma nell'attuale quadro economico e finanziario internazionale. Gli scandali finanziari e gli elementi di criticità richiamati in precedenza rendono evidente la necessità di correzioni e integrazioni della normativa vigente che, per la loro incidenza e ampiezza, non possono che essere operate nella più alta sede politica quale è il Parlamento.

Merita citare, al riguardo, i due esempi più significativi: la legge Sarbanes-Oxley negli Stati Uniti e il progetto di legge di « *Sécurité financière* », approvato dalla *Assemblée Nationale* e attualmente all'esame del Senato in Francia.

La compatibilità della proposta con l'ordinamento comunitario.

Nel corso dell'esame in Commissione il Governo ha ribadito di non avere obiezioni specifiche da formulare sul contenuto della presente proposta di legge, ma ha, tuttavia, rilevato l'opportunità di disciplinare l'attività di analisi finanziaria in sede di recepimento della Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato).

Indubbiamente le disposizioni di cui agli articoli 2, 3, 4 e 5 della proposta di legge in esame recepiscono le previsioni in materia di ricerca e analisi in materia di

strumenti finanziari o di emittenti di strumenti finanziari di cui alla Direttiva 2003/6/CE.

In particolare, l'articolo 6, paragrafo 5, della direttiva impegna gli Stati membri ad adottare norme adeguate « che garantiscano che le persone che producono o diffondono ricerche riguardanti strumenti finanziari o gli emittenti di strumenti finanziari o le persone che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimenti destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, vigilino con ragionevole diligenza affinché l'informazione sia presentata correttamente e comunichino ogni loro interesse o indichino l'esistenza di conflitti di interessi riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce ».

In base al paragrafo 7 del medesimo articolo, al fine di garantire il rispetto delle previsioni di cui, tra l'altro, al citato paragrafo 5, l'autorità competente a livello nazionale « può adottare tutte le misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato ».

Il successivo paragrafo 10 demanda alla Commissione il compito di adottare, secondo la procedura del comitato di regolamentazione, ai sensi dell'articolo 17, paragrafo 2, disposizioni di applicazione riguardanti, tra l'altro, « le modalità tecniche applicabili alle varie categorie di persone di cui al paragrafo 5 per la corretta presentazione delle ricerche e di altre informazioni che raccomandano una strategia di investimento, e per la divulgazione dell'esistenza di interessi specifici o di conflitti di interesse di cui al paragrafo 5 ».

Appare evidente che le citate disposizioni della direttiva riguardano aspetti importanti ma specifici della disciplina dell'attività finanziaria. La presente proposta di legge contiene, invece, una disciplina organica e generale dell'attività in questione, che include anche gli aspetti connessi alla direttiva, ai quali assicura piena ed effettiva attuazione, ma non si esaurisce in essi.

Esiste, quindi, soltanto una parziale sovrapposizione tra l'ambito della proposta di legge e quello della direttiva, in sede di recepimento della quale risulterebbe, peraltro, improprio e ultroneo prevedere l'adozione di una normativa organica relativa agli analisti finanziari.

Questa considerazione trova una conferma piena e definitiva nel fatto che il Governo ha presentato, il 22 luglio, un emendamento al disegno di legge comunitaria, all'esame del Senato in seconda lettura (A.S. 2254), con il quale si limita ad inserire nell'allegato B al medesimo disegno di legge la direttiva 2003/6/CE, senza indicare appositi principi e criteri di delega. Credo che questo emendamento, nella sua essenzialità, valga a smentire definitivamente l'argomentazione per cui il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato sia la sede più adeguata per introdurre la disciplina generale dell'analisi finanziaria.

Va poi evidenziato che, in ogni caso, il recepimento della direttiva in parola non dovrebbe intervenire in tempi rapidi. Il disegno di legge comunitaria dovrebbe essere approvato dal Senato soltanto in settembre e, alla luce delle modifiche introdotte, richiederà una terza lettura da parte della Camera. Dopo di che, tenuto conto della complessità e delicatezza della materia e del fatto che il termine per il recepimento della direttiva stessa è fissato al 12 ottobre 2004, saranno presumibilmente necessari diversi mesi per la predisposizione del relativo schema di decreto legislativo e per l'espressione del parere parlamentare.

Questi tempi non appaiono compatibili con l'urgenza di colmare, alla luce delle vicende richiamate in precedenza, l'attuale vuoto normativo.

La presente proposta di legge, invece, se l'iter al Senato sarà celere come alla Camera, potrebbe consentire entro la fine dell'anno l'introduzione di un quadro legislativo chiaro e organico.

Sempre con riferimento alla compatibilità della proposta in esame con la normativa comunitaria, si osserva che la lettera a) del comma 1 dell'articolo 1, la quale ricomprende tra i servizi accessori a

quelli di investimento anche l'attività di predisposizione e diffusione degli studi, anticipa in sostanza il recepimento di una analoga previsione contenuta nella proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati (COM/2002/0625 def.).

La proposta, la quale modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE, relative ai servizi di investimento, nell'allegato I, sezione B, recante l'elenco dei servizi accessori ai servizi di investimento, indica, infatti, la « ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti le operazioni su strumenti finanziari ».

La relazione della Commissione europea alla proposta di direttiva in esame rileva che l'inclusione tra i servizi accessori della consulenza in materia di investimenti e dell'analisi finanziaria risponde all'esigenza di assicurare che la comunicazione, ai clienti o al vasto pubblico, di raccomandazioni generali in materia di investimenti relative alle operazioni su strumenti finanziari, in forma di analisi finanziarie o di studi o in altra forma, sia « effettuata nel rispetto di elevati standard etici e professionali, per evitare di ledere gli interessi dei destinatari delle informazioni ».

Inoltre, l'articolo 16 della proposta di direttiva prescrive che le imprese di investimento adottino qualsiasi misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali imprese, dirigenti e dipendenti inclusi, e i loro clienti, o tra due clienti, al momento

della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi.

La coerenza della proposta di legge in esame con il quadro delineato dalla normativa comunitaria è comprovata, sia pure indirettamente, dagli indirizzi assunti dai Legislatori di altri Paesi comunitari. In particolare, in Francia è stata presentata una proposta di legge, confluita nel citato disegno di legge di « *Sécurité financière* ». Tale disegno di legge, anticipando anch'esso il recepimento di alcune disposizioni della medesima direttiva sugli abusi di mercato, riconosce e disciplina l'attività degli analisti, richiedendo che essi abbiano adeguate e comprovate esperienze professionali e che le stesse possano essere accertate anche attraverso esami fissati dall'Autorità dei mercati finanziari.

Appare, infine, opportuno ricordare che la citata Commissione di studio presieduta dal professor Galgano, nella propria relazione conclusiva, ha raccomandato, relativamente agli analisti finanziari, di « attendere, o eventualmente anticipare, le linee emergenti dai progetti di direttive UE sul *Market abuse* e sui servizi di investimento » (paragrafo 6, punto B, della relazione conclusiva).

Dalle considerazioni sopra riportate emerge con evidenza la necessità di una rapida adozione della proposta di legge in esame, la quale appare idonea a dotare il nostro Paese, nel quadro della disciplina comunitaria, di una normativa all'avanguardia.

LETTIERI, *Relatore.*

PARERE DELLA I COMMISSIONE PERMANENTE**(AFFARI COSTITUZIONALI, DELLA PRESIDENZA DEL CONSIGLIO E INTERNI)**

Il Comitato permanente per i pareri della Commissione Affari costituzionali,

esaminato il nuovo testo della proposta di legge A.C. 3227 concernente la disciplina delle attività di consulenza su strumenti finanziari, come risultante dagli emendamenti approvati nel corso dell'esame in sede referente;

ritenuto che le disposizioni recate dal provvedimento in esame incidono sulla materia « tutela del risparmio e mercati finanziari » che l'articolo 117, secondo comma, lettera e), della Costituzione demanda alla competenza legislativa esclusiva dello Stato;

ritenuto che non sussistano motivi di rilievo sugli aspetti di legittimità costituzionale,

esprime

PARERE FAVOREVOLE

PARERE DELLA V COMMISSIONE PERMANENTE**(BILANCIO, TESORO E PROGRAMMAZIONE)**

Il Comitato permanente per i pareri della Commissione Bilancio,
esprime

sul testo del provvedimento elaborato dalla Commissione di merito:

PARERE FAVOREVOLE

PARERE DELLA XIV COMMISSIONE PERMANENTE
(POLITICHE DELL'UNIONE EUROPEA)

La Commissione Politiche dell'Unione europea,
esaminato il nuovo testo del progetto di legge, recante disciplina
delle attività di consulenza su strumenti finanziari,
esprime

PARERE FAVOREVOLE

TESTO
DELLA PROPOSTA DI LEGGE

—

Modifica all'articolo 5 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente le attività di consulenza su strumenti finanziari

ART. 1.

TESTO
DELLA COMMISSIONE

—

Disciplina delle attività di consulenza su strumenti finanziari.

ART. 1.

(Definizioni).

1. All'articolo 1 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, sono apportate le seguenti modificazioni:

a) al comma 6, dopo la lettera g) è aggiunta la seguente:

« *g-bis*) la predisposizione e la diffusione di studi »;

b) è aggiunto, in fine, il seguente comma:

« *6-bis*. In relazione all'attività di predisposizione e diffusione di studi di cui alla lettera *g-bis*) del comma 6, è da intendere per:

a) "studio": qualsiasi ricerca, analisi o rappresentazione di situazioni avente ad oggetto titoli di emittenti quotati, emittenti quotati o settori industriali, che contiene previsioni sull'andamento futuro e che, esplicitamente o implicitamente, fornisce un consiglio di investimento, predisposta o diffusa da soggetti abilitati o da soggetti in rapporto di controllo con essi;

b) "settori industriali": quelli nei quali operano gli emittenti quotati;

c) "rapporto di controllo": quello definito dall'articolo 93 del presente decreto;

d) "analista finanziario": il soggetto in possesso dei requisiti di onorabilità e di specifiche e comprovate espe-

1. All'articolo 5 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, è aggiunto, in fine, il seguente comma:

« **5-bis.** La predisposizione e la divulgazione di studi, ricerche, raccomanda-

rienze e professionalità in materia di studi, definiti ai sensi dell'articolo 6, comma 2, lettera *c-ter*) ».

ART. 2.

(Vigilanza regolamentare sugli analisti finanziari).

1. All'articolo 6, comma 2, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, sono aggiunte, in fine, le seguenti lettere:

« *c-bis*) le modalità di organizzazione, il regolamento interno e i criteri delle modalità di remunerazione che i soggetti abilitati o i soggetti ad essi legati da rapporti di controllo che predispongono o diffondono studi devono adottare, nonché le regole comportamentali che devono essere tenute, anche nelle loro apparizioni in pubblico, dai soggetti di cui si avvalgono i soggetti abilitati o i soggetti ad essi legati da rapporti di controllo per lo svolgimento dell'attività di predisposizione e diffusione di studi, al fine di assicurare la correttezza dello svolgimento dell'attività di predisposizione e diffusione di studi, nonché di prevenire o, comunque, gestire correttamente eventuali situazioni di conflitto di interessi che dovessero insorgere tra lo svolgimento di tale attività e le altre a cui essi sono autorizzati o che sono svolte da altri soggetti ad essi legati da rapporti di controllo;

c-ter) i criteri per la definizione e l'accertamento dei requisiti di onorabilità, esperienza e professionalità di cui all'articolo 1, comma *6-bis*, lettera *d*) ».

ART. 3.

(Predisposizione e diffusione di studi).

1. Dopo l'articolo 25 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, è inserito il seguente:

« **ART. 25-bis.** — *(Attività di predisposizione e diffusione di studi).* — 1. L'at-

zioni o rapporti aventi per oggetto strumenti finanziari da chiunque e sotto qualsiasi forma svolte sono consentite ai soli soggetti in possesso di specifiche e comprovate esperienze e professionalità. Con successivo regolamento la CONSOB, entro sei mesi dalla data di entrata in vigore della presente disposizione, stabilisce i relativi requisiti di esperienza e di professionalità ».

tività di predisposizione e diffusione di studi è consentita ai soggetti abilitati o ai soggetti in rapporto di controllo con essi secondo modalità tali da assicurarne la correttezza, l'imparzialità, la completezza e la chiarezza. Tali modalità sono disciplinate dalla CONSOB con regolamento.

2. I soggetti abilitati, per lo svolgimento dell'attività di predisposizione e di diffusione di studi, svolta, sotto qualsiasi forma, direttamente o da soggetti in rapporto di controllo con essi, devono avvalersi di soggetti in possesso di requisiti di onorabilità e di specifiche e comprovate esperienze e professionalità ».

ART. 4.

(Informazioni al pubblico).

1. All'articolo 114 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, il comma 5 è sostituito dal seguente:

« 5. La CONSOB stabilisce con regolamento in quali casi e con quali modalità devono essere fornite informazioni al pubblico sugli studi e sulle statistiche concernenti titoli di emittenti quotati, emittenti quotati o settori industriali, elaborati da emittenti quotati, da soggetti abilitati o dai soggetti di cui all'articolo 114-bis del presente decreto, nonché da soggetti in rapporto di controllo con essi ».

ART. 5.

(Predisposizione e diffusione di studi da parte di soggetti diversi dai soggetti abilitati).

1. Dopo l'articolo 114 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, è inserito il seguente:

« ART. 114-bis. — (Attività di predisposizione e diffusione di studi da parte di soggetti diversi dai soggetti abilitati). — 1. Se l'attività di predisposizione e diffusione

di studi è posta in essere in modo professionale da soggetti diversi da quelli abilitati o da emittenti titoli quotati o da soggetti legati da rapporti di controllo con questi ultimi, essi devono comunque svolgere tale attività in modo da assicurare la correttezza, l'imparzialità, la completezza e la chiarezza di detti studi. Tali modalità sono disciplinate dalla CONSOB con regolamento.

2. I soggetti di cui al comma 1 devono avvalersi, per lo svolgimento dell'attività di predisposizione e diffusione di studi, di soggetti in possesso di requisiti di onorabilità e di specifiche e comprovate esperienze e professionalità.

3. I requisiti di onorabilità, esperienza e professionalità devono essere posseduti anche da chi svolge individualmente l'attività di cui al comma 1.

4. I criteri per l'accertamento dei requisiti di onorabilità, esperienza e professionalità di cui al comma 3 sono individuati dalla CONSOB con regolamento.

5. Al fine di assicurare la correttezza dello svolgimento dell'attività di predisposizione e di diffusione di studi, la CONSOB fissa con regolamento le regole comportamentali che devono essere tenute, anche nelle loro apparizioni in pubblico, dai soggetti di cui si avvalgono i soggetti di cui al comma 1 per lo svolgimento dell'attività di predisposizione e diffusione di studi e da quelli che svolgono individualmente tale attività ».

ART. 6.

(Sanzioni).

1. Dopo l'articolo 173 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, è inserito il seguente:

« ART. 173-bis. — *(Violazione delle norme sulla predisposizione e diffusione di studi).* — 1. Salvo che il fatto costituisca più grave reato, l'inosservanza delle disposizioni di cui agli articoli 25-bis e 114-bis del presente decreto è punita con l'arresto

da sei mesi a tre anni e con l'ammenda da 5.000 euro a 50.000 euro.

2. La condanna per il reato di cui al comma 1 comporta la pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale.

3. In caso di violazione delle norme sulla predisposizione e diffusione di studi da parte di soggetti diversi dai soggetti abilitati che svolgono tale attività in modo continuativo e remunerato, la CONSOB può ordinare agli stessi di porre termine a tali violazioni ».

2. All'articolo 193 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, è aggiunto, in fine, il seguente comma:

« *3-bis.* Alle sanzioni previste dal presente articolo si applicano le disposizioni contenute nella legge 24 novembre 1981, n. 689, ad eccezione dell'articolo 16 ».

3. Dopo l'articolo 196 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, è inserito il seguente:

« *ART. 196-bis. - (Sanzioni applicabili agli analisti finanziari).* - 1. I soggetti in possesso di requisiti di onorabilità e di specifiche e comprovate esperienze e professionalità, di cui agli articoli 25-*bis* e 114-*bis*, che violano le norme del presente decreto o le disposizioni generali emanate dalla CONSOB in forza di esso, sono puniti, in base alla gravità della violazione e tenuto conto dell'eventuale recidiva, con una delle seguenti sanzioni:

- a) richiamo scritto;
- b) sanzione amministrativa pecuniaria da 2.500 euro a 50.000 euro;
- c) perdita temporanea, da uno a quattro mesi, dei requisiti di cui all'articolo 25-*bis*, comma 2;
- d) perdita definitiva dei requisiti di cui all'articolo 25-*bis*, comma 2.

2. Le sanzioni di cui al comma 1 sono applicate dalla CONSOB con provvedi-

mento motivato, previa contestazione degli addebiti agli interessati e valutate le deduzioni da essi presentate nei successivi trenta giorni. Nello stesso termine gli interessati possono altresì chiedere di essere sentiti personalmente.

3. Alle sanzioni previste dal presente articolo si applicano le disposizioni contenute nella legge 24 novembre 1981, n. 689, ad eccezione dell'articolo 16.

4. I soggetti che si avvalgono dei responsabili delle violazioni rispondono, in solido con essi, del pagamento delle sanzioni pecuniarie e sono tenuti ad esercitare il regresso verso i responsabili.

5. La CONSOB determina con regolamento forme idonee e tempestive di pubblicità, da effettuare a spese dei responsabili delle violazioni e dei soggetti di cui al comma 4, delle violazioni riscontrate e delle sanzioni comminate ».

ART. 7.

(Disposizioni regolamentari).

1. La CONSOB emana le disposizioni regolamentari previste dagli articoli 2, 3 e 4 entro sei mesi dalla data di entrata in vigore della presente legge.

