



Giunte e Commissioni

**RESOCONTO STENOGRAFICO**

n. 2

*N.B. I resoconti stenografici delle sedute di ciascuna indagine conoscitiva seguono una numerazione indipendente*

**6<sup>a</sup> COMMISSIONE PERMANENTE** (Finanze e tesoro)

INDAGINE CONOSCITIVA SULLE QUESTIONI ATTINENTI  
ALL'ATTUAZIONE DELLA LEGGE 28 DICEMBRE 2005, N. 262,  
RECANTE «DISPOSIZIONI PER LA TUTELA DEL RISPARMIO E  
LA DISCIPLINA DEI MERCATI FINANZIARI»

11<sup>a</sup> seduta: martedì 12 settembre 2006

Presidenza del presidente BENVENUTO

## I N D I C E

**Audizione di rappresentanti dell'Assogestioni**

PRESIDENTE . . . . .	Pag. 3, 10, 11 e <i>passim</i>	* CAMMARANO . . . . .	Pag. 4, 12
* EUFEMI (UDC) . . . . .	11		

**Audizione di rappresentanti dell'ASSOSIM - Associazione italiana intermediari mobiliari**

PRESIDENTE . . . . .	Pag. 13, 20, 21 e <i>passim</i>	* CALZOLARI . . . . .	Pag. 14, 17, 18 e <i>passim</i>
* EUFEMI (UDC) . . . . .	21, 23	* GUGLIOTTA . . . . .	16, 18, 19 e <i>passim</i>
VENTUCCI (FI) . . . . .	22		

**Audizione di rappresentanti dell'AIFI - Associazione italiana del *private equity* e *venture capital***

PRESIDENTE . . . . .	Pag. 23, 28, 29	BRACCHI . . . . .	Pag. 24, 29
* EUFEMI (UDC) . . . . .	28		

**Audizione di rappresentanti dell'ASSORETI - Associazione nazionale delle società di collocamento di prodotti finanziari e di servizi di investimento**

PRESIDENTE . . . . .	Pag. 29, 34, 35	* SPALLANZANI . . . . .	Pag. 29
* EUFEMI (UDC) . . . . .	35		

**Audizione di rappresentanti dell'ANASF - Associazione nazionale promotori finanziari**

PRESIDENTE . . . . .	Pag. 35, 38	* GIANNINI GUAZZUGLI . . . . .	Pag. 36
		ROPPO . . . . .	36

---

**N.B.** *Gli interventi contrassegnati con l'asterisco sono stati rivisti dagli oratori.*

*Sigle dei Gruppi parlamentari: Alleanza Nazionale: AN; Democrazia Cristiana-Partito repubblicano italiano-Indipendenti-Movimento per l'Autonomia: DC-PRI-IND-MPA; Forza Italia: FI; Insieme con l'Unione Verdi-Comunisti Italiani: IU-Verdi-Com; Lega Nord Padania: LNP; L'Ulivo: Ulivo; Per le Autonomie: Aut; Rifondazione Comunista-Sinistra Europea: RC-SE; Unione dei Democratici cristiani e di Centro (UDC): UDC; Misto: Misto; Misto-Italia dei Valori: Misto-IdV; Misto-Partito Democratico Meridionale (PDM): Misto-PDM; Misto-Popolari-Udeur: Misto-Pop-Udeur.*

*Intervengono il professor Guido Cammarano, presidente dell'Assogestioni, accompagnato dalla dottoressa Roberta D'Apice, responsabile del settore legale, dal professor Mario Stella Richter, consulente giuridico, dal dottor Jean-Luc Gatti, responsabile per i rapporti con la stampa e dal dottor Massimo Menchini, assistente affari istituzionali della medesima associazione; il dottore Michele Calzolari, presidente dell'ASSOSIM Associazione italiana intermediari mobiliari, accompagnato dall'avvocato Gianluigi Gugliotta, segretario generale della medesima associazione; il professor Giampio Bracchi, presidente dell'Associazione italiana del private equity e venture capital, accompagnato dalla professoressa Anna Gervasoni, direttore generale della medesima associazione; l'avvocato Antonio Spallanzani, presidente dell'ASSORETI – Associazione nazionale delle società di collocamento di prodotti finanziari e di servizi di investimento, accompagnato dal dottor Marco Tofanelli, segretario generale della medesima associazione, nonché il dottor Gian Franco Giannini Guazzugli, consigliere nazionale dell'Associazione nazionale promotori finanziari, accompagnato dal professor Vincenzo Roppo, consulente legale della medesima associazione.*

*I lavori hanno inizio alle ore 16.*

#### PROCEDURE INFORMATIVE

##### **Audizione di rappresentanti dell'Assogestioni**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca il seguito dell'indagine conoscitiva sulle questioni attinenti all'attuazione della legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante: «Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari», sospesa nella seduta del 26 luglio scorso.

Comunico che, ai sensi dell'articolo 33, comma 4, del Regolamento, è stata chiesta l'attivazione dell'impianto audiovisivo e che la Presidenza del Senato ha già preventivamente fatto conoscere il proprio assenso. Se non si fanno osservazioni, tale forma di pubblicità è dunque adottata per il prosieguo dei lavori.

Ricordo che nel mese di luglio abbiamo svolto l'audizione dei rappresentanti della COVIP ed oggi proseguiamo la nostra indagine conoscitiva con l'audizione della Assogestioni. Rivolgo pertanto il nostro benvenuto alla delegazione di detta associazione guidata dal professor Guido Cammarano, presidente della stessa, ed alla dottoressa D'Apice, al professor Stella Richter e ai dottori Gatti e Menchini che lo accompagnano.

Poiché il Governo, in data 31 agosto, ha emanato lo schema di decreto legislativo di attuazione della delega contenuta nell'articolo 43 della

legge su cui stiamo svolgendo la nostra indagine, colgo l'occasione per invitare i nostri ospiti ad esprimere anche un'opinione su tale atto, in via di assegnazione, su cui la Commissione è chiamata a formulare un parere.

Cedo pertanto la parola al professor Cammarano.

*CAMMARANO.* Desidero innanzitutto ringraziare il presidente Benvenuto e tutta la Commissione per l'opportunità offerta alla nostra associazione di portare il punto di vista dell'industria del risparmio gestito sull'applicazione della legge n. 262 del 2005, recante «Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari». Voglio precisare che, proprio rispondendo alle esigenze del presidente Benvenuto, nel predisporre queste nostre osservazioni abbiamo tenuto conto anche delle modificazioni proposte nello schema di decreto legislativo correttivo approvato dal Consiglio dei ministri il 31 agosto scorso, sul quale questa Commissione sarà chiamata ad esprimere un parere.

Non è facile tracciare oggi un bilancio sullo stato di attuazione della legge sulla tutela del risparmio, anche se tentare di farlo nell'ambito di questa audizione ci stimola e ci onora. Non è facile per due concomitanti ordini di ragioni. La legge sulla tutela del risparmio è, per un verso, un provvedimento molto ampio e dai contenuti articolati e diversificati; per altro verso, è un provvedimento che solo in parte è entrato alla data odierna in vigore, attendendosi per la sua piena operatività una serie di adeguamenti statutari da parte delle società emittenti e, soprattutto, l'approvazione di un numero ragguardevole di regolamenti di attuazione che devono essere emanati a cura di varie amministrazioni pubbliche e anche di alcune amministrazioni indipendenti.

Ciò che mi sento senz'altro di sottolineare in apertura di questa audizione è che con la legge sulla tutela del risparmio si è avviata, ma non realizzata – poi spiegherò il perché –, una riforma tanto importante quanto commendevole. Si tratta di una riforma importante e commendevole perché si ispira integralmente alla difesa degli interessi del lato di chi acquista nell'ambito di un mercato finanziario, il risparmiatore e l'investitore, così opportunamente mitigando gli effetti di troppe vecchie leggi espressione diretta dei soli interessi della cosiddetta *supply side*, ovvero coloro che offrono prodotti e servizi finanziari.

Si tratta di una riforma avviata e non realizzata perché, come non si è mancato di notare da più parti – anche se talvolta con accenti eccessivamente polemici, a nostro avviso –, essa avrebbe meritato e tuttora merita un maggiore affinamento tecnico ed un miglior coordinamento con l'intero sistema. Ne discende che in quanto riforma importante e commendevole, avviata ma non completata, lo sforzo congiunto del legislatore, del Governo, delle autorità di vigilanza e, ultimo ma non ultimo, del mercato in tutte le sue componenti, deve essere quello di perseguire una sua completa realizzazione nei tempi più brevi possibili. Il Governo, che ha con celerità e concentrazione predisposto ed approvato – come è noto – uno schema di decreto legislativo correttivo, appare condividere e rispondere

alla appena accennata esigenza. Lo stesso legislatore con la promozione di questa audizione dimostra tutto il suo interessamento perché il provvedimento di legge non resti lettera morta ma possa, preve le più opportune correzioni e messe a punto, cominciare a lavorare a pieno regime.

Le Autorità di vigilanza sono anch'esse al lavoro e di questo sforzo già si apprezzano i risultati, non ultimo lo stesso schema di decreto legislativo correttivo che si è giovato del loro qualificato contributo. Noi, a nostra volta, come associazione dell'industria del risparmio gestito, e quindi come elemento del mercato, ci ripromettiamo di fornire la maggiore e più qualificata collaborazione, non solo nello studio dei provvedimenti di attuazione, ma anche nella ricerca di quelle soluzioni interpretative e di quelle prassi operative utili al funzionamento dei nuovi istituti, all'applicazione delle nuove regole nel rispetto delle esigenze della pratica commerciale e del mercato. Da questo ultimo punto di vista mi permetto di ricordare come tale impegno dell'Associazione non è di oggi, ma ha costantemente accompagnato la faticosa e travagliata genesi della legge e si è da subito sviluppato con particolare vigore all'indomani della sua approvazione.

È motivo di vanto per me e per la nostra associazione, constatare come le circolari interpretative della legge sulla tutela del risparmio da noi scritte abbiano fornito uno dei principali contributi per la redazione da parte dell'Ufficio studi della Camera dei deputati dell'apprezzato *dossier* del 28 marzo 2006 sulla legge n. 262 del 2005 sulla tutela del risparmio.

Vengo ora all'analisi puntuale, cominciando da quel cospicuo corpo di norme costituito dalle regole relative alla *corporate governance* e alle società quotate, e cioè alla tutela delle minoranze azionarie in quelle società. Si tratta di disposizioni solo in parte entrate in vigore, che già in occasione della loro promulgazione ci erano apparse ispirate a scelte di fondo coraggiose e condivisibili. Tuttavia, sin da allora non mancammo di rilevare alcuni profili critici. Le prime applicazioni delle norme in questione ci hanno confermato che si trattava di preoccupazioni fondate. Mi riferisco essenzialmente ai problemi legati in primo luogo all'obbligo di utilizzare sistemi di voto a scrutinio segreto per l'elezione delle cariche sociali; in secondo luogo alla necessità di evitare che le cariche sociali elette dai componenti della compagine azionaria diverse dal socio o dai soci di controllo risultino poi essere espressione di azionisti in qualche modo legati allo stesso o agli stessi soci di controllo. Di fronte a questi problemi alla nostra associazione era sembrato possibile introdurre dal punto di vista interpretativo una serie di correttivi. Si era infatti proposta una lettura opportunamente restrittiva dell'obbligo di scrutinio segreto. Si era distinto il voto a scrutinio segreto dal voto segreto e si era evidenziato che nel concetto stesso di minoranza giaceva la prima e più forte tutela alla genuinità della alterità di estrazione dei componenti dei diversi organi sociali tratti dalle diverse liste.

Entrambi gli ordini di problemi sono stati comunque tenuti nel giusto conto nell'ambito dei lavori della «commissione Pinza», ed infatti lo schema di decreto legislativo reca tre significative e condivisibili corre-

zioni. In primo luogo, da un lato si procede definitivamente ad abrogare l'obbligo di scrutinio segreto, in secondo luogo, dall'altro lato, si chiarisce che l'amministratore di minoranza non può essere espressione di liste presentate o votate dai soci in qualsiasi modo collegati a quelli che hanno proposto o votato la lista dalla quale è stata tratta la maggioranza degli amministratori e, in terzo luogo, si chiarisce in sede di norma primaria che analogo principio vale per le elezioni dei sindaci (e quindi anche per i consiglieri di sorveglianza di minoranza nelle altre strutture di tipo societario).

Ulteriori miglioramenti sono pure contenuti nello schema di decreto correttivo e riguardano essenzialmente la materia della nomina degli amministratori indipendenti. In ogni caso, questa associazione ritiene che molti perfezionamenti saranno ancora possibili operando, anche sulla base di precise indicazioni diramate a suo tempo dal Consiglio nazionale del notariato e dalla stessa Assogestioni, in sede di redazione delle clausole statutarie. È anzi opportuno che nel gioco della competizione tra emittenti sul piano del mercato delle regole sia lasciato sufficiente spazio all'autonomia statutaria, così come appare opportuna la modificazione proposta dallo schema di decreto legislativo correttivo laddove riconosce alla CONSOB la potestà di fissare per l'elezione del consiglio di amministrazione diverse soglie per la presentazione delle liste, e quindi anche maggiori o minori del quarantesimo del capitale sociale oggi monoliticamente fissato dalla norma primaria. A questo ultimo riguardo, può però essere utile prevedere tale potere della CONSOB come possibilità di derogare alla soglia fissata dalla legge e non abrogare puramente e semplicemente questa indicazione.

Il rischio che vorremmo segnalare in questa sede è infatti duplice. Innanzitutto, è il rischio di privare la stessa Autorità di vigilanza di un significativo ordine di grandezza (il quarantesimo del capitale sociale), utile in sé non fosse altro come punto di partenza per operare gli opportuni innalzamenti e abbassamenti; in secondo luogo, di privare il sistema di una comoda regola dispositiva, atta tra l'altro a scongiurare ogni pericolo di mancata e tempestiva entrata in vigore del meccanismo dell'elezione del consiglio di amministrazione con il voto di lista a causa della mancata o ritardata fissazione di soglie per ogni emittente da parte della CONSOB.

Non vi è quindi ragione – questa è la nostra conclusione – per non continuare a prevedere che: «Lo statuto – riprendo il testo della legge – determina la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione» delle liste per l'elezione degli amministratori «in misura non superiore ad un quarantesimo del capitale sociale», seppure aggiungendovi «ovvero a quella stabilita dalla CONSOB».

Mi spiego: il pericolo è che in caso contrario gli emittenti non facciano nulla e quindi per tutta la prossima stagione assembleare e per quella successiva non ci siano dei *quorum* che consentano la presentazione di liste di minoranze vere con il parametro del quarantesimo. Ovviamente siamo stati d'accordo su questa modifica, anche se adesso temiamo che essa possa consentire un trabocchetto.

Sul complesso di norme che disciplinano i conflitti di interessi devo innanzitutto dare conto delle notevoli difficoltà, sia sul piano interpretativo che applicativo, sollevate dalla disposizione contenuta nel comma *2-bis* dell'articolo 136 del testo unico bancario. Essa, infatti, estendendo in misura significativa l'ambito di applicazione soggettiva della disciplina sulle obbligazioni degli esponenti bancari alle società da questi controllate, come pure alle società presso cui l'esponente bancario svolga funzioni apicali o di controllo (nonché alle controllate, alle controllanti e alle collegate di tali società), ha reso e rende non facile l'individuazione dei destinatari della disciplina. Ciò risulta tanto più preoccupante se solo si consideri che la disciplina delle obbligazioni degli esponenti bancari si presenta particolarmente munita – e sottolineo questo termine – sul piano delle misure penali, stretta tra la sanzione prevista dall'articolo 2629-*bis* del codice civile per il caso di infrazione della disciplina codicistica in tema di interessi degli amministratori e la sanzione inflitta dal terzo comma dell'articolo 136 del testo unico, come novellato dall'articolo 8 della legge n. 262 del 2005, per il caso di inosservanza delle disposizioni dei commi da 1 a *2-bis* dello stesso articolo 136 del testo unico bancario.

Di queste difficoltà e preoccupazioni la commissione Pinza ha tenuto conto, apportando con lo schema di decreto legislativo due, ad avviso di questa associazione, correttivi condivisibili e tendenti a delineare meglio il campo di applicazione del precetto. Per un verso, è eliminato il riferimento alle società collegate a quella nella quale l'esponente bancario riveste funzione di amministrazione, direzione o controllo (o collegate alle controllanti o controllate di quest'ultima). Per un altro verso, soprattutto, sono state sottratte al rigore del comma *2-bis* sia le obbligazioni contratte tra banche appartenenti allo stesso gruppo bancario – poiché un precetto come quello stilato nel comma *2-bis*, attesa la frequenza di rapporti tra unità del medesimo gruppo (che in tali relazioni trova la propria ragion d'essere come modello organizzativo di impresa), ne avrebbe in concreto impedito il funzionamento-, sia le obbligazioni tra banche per le operazioni sul mercato interbancario in ragione del fatto che esse, come si legge nella relazione di accompagnamento allo schema di decreto, presentano limitati rischi di inquinamento del processo decisionale.

Rimanendo ai profili attuativi della disciplina sui conflitti di interessi, ma con riguardo questa volta al versante della gestione di patrimoni tanto individuali quanto collettivi, non possiamo che prendere atto dell'avvenuto decorso del termine previsto dall'articolo 9 della legge n.262 del 2005 ai fini dell'esercizio delle deleghe legislative in materia. Il che, certamente, non fa venire meno l'esigenza di ripensare alcune delle soluzioni previste dall'ordinamento per risolvere il problema dei conflitti di interesse nella attività di gestione dei patrimoni. Sicuramente rende necessario evitare sovrapposizioni, e viepiù contraddizioni, con il quadro normativo che si va delineando in sede comunitaria.

La nostra associazione ha evidenziato in più occasioni lacune e debolezze nelle scelte tecniche formulate con l'articolo 9 della legge n.262 del 2005, basate principalmente sulla individuazione di rigidi limiti quantita-

tivi, anziché su regole organizzative e di trasparenza, secondo la strada invece seguita dal legislatore comunitario in materia di servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio (come previsto dalla direttiva MiFID per i servizi di investimento e dalla stessa direttiva UCITS per il servizio di gestione collettiva). A ciò si aggiunga che tali soluzioni riconducono a livello di legge una materia sino ad ora definita negli aspetti tecnici dalle Autorità di vigilanza, riducendo il grado di flessibilità della relativa disciplina. Come dicevo, siamo favorevoli a che lo spirito dell'articolo 9 sia ripreso, però attenendosi alle indicazioni in questa materia fornite dalle direttive MiFID e UCITS.

L'articolo 9 contiene, tuttavia, anche un principio degno di essere mantenuto e anzi sviluppato, quello cioè di avere individuato una disciplina trasversale dei conflitti di interessi valida per tutti i prodotti finanziari, con affidamento delle relative competenze ad un'unica Autorità.

Ne discende – al fine di dare integrale attuazione alla finalità della delega contenuta nell'articolo 9 di cui sto parlando ma, ancor prima, per esigenze di tenuta del sistema e di sua coerenza applicativa – l'opportunità di prevedere una disciplina omogenea dei conflitti di interesse che maturano da un lato nell'attività di gestione dei patrimoni e, dall'altro, in quella di gestione di prodotti assicurativi e di previdenza complementare. Una omogeneità, quella che avremmo in mente, da realizzarsi in primo luogo sul piano della collocazione topografica della disciplina, oggi sparsa in diverse e disparate fonti (testo unico della finanza, codice delle assicurazioni private, decreto legislativo n. 124 del 1993 e successivi provvedimenti di attuazione). Tale disciplina dovrebbe invece rinvenirsi in un unico corpo normativo (e, a nostro avviso, in particolare nel testo unico della finanza); una omogeneità che dovrebbe realizzarsi anche con riguardo all'Autorità di controllo, poco senso avendo che la gestione dei conflitti di interesse nel servizio di gestione – mi si perdoni il gioco di parole – sia demandata ad organi di controllo diversi in ragione del prodotto oggetto dell'investimento.

Invero, il momento per la realizzazione di siffatte condizioni di omogeneità è proprio quello attuale nel quale, con il prossimo recepimento della direttiva MiFID, si va prospettando una vera e propria ridefinizione delle regole del gioco. Si potrebbe allora varare, come ulteriore tassello nel mosaico disciplinare sui conflitti di interesse, un autonomo complesso di regole destinato a governare nel modo sopra indicato, cioè con omogeneità, il rischio di conflitti nella gestione di prodotti assicurativi e previdenziali (complesso di regole autonomo da quello versato nel provvedimento di recepimento della MiFID che, ovviamente, non può rendersi canale di modificazioni normative su materie, quali quelle assicurativa e previdenziale, diverse dai servizi di investimento).

Il tema della circolazione degli strumenti finanziari, della tutela dei sottoscrittori non consapevoli e della estensione dell'obbligo di prospetto informativo dei prodotti bancari e assicurativi come mezzi di realizzazione di quella tutela è troppo ampio e controverso per essere discusso in questa sede. Al riguardo, non possiamo comunque che valutare positivamente in



quanto del tutto conforme agli auspici più volte manifestati dalla nostra associazione, l'attività svolta negli ultimi mesi dalla CONSOB sia in sede di interpretazione sia in sede di attuazione della disciplina primaria, sebbene con riguardo al solo profilo della sollecitazione all'investimento in prodotti bancari.

I prodotti assicurativi, invece, non conoscono ancora alcuno schema di prospetto. Ciò probabilmente è da mettere in relazione alle difficoltà incontrate dalla CONSOB nella messa a fuoco del grado di finanziarietà che il prodotto assicurativo deve possedere per potere essere considerato, sul piano normativo, oggetto di sollecitazione del risparmio (e per consentire l'applicazione della relativa disciplina).

Che tale messa a fuoco fosse indispensabile emergeva anche dalla necessità di dare attuazione al nuovo articolo 25-*bis* del testo unico della finanza che, come noto, rende applicabile alla sottoscrizione ed al collocamento «di prodotti finanziari emessi da banche nonché, in quanto compatibili, da imprese di assicurazione» le disposizioni dettate in tema di prestazioni di servizi d'investimento dagli articoli 21 e 23 del testo unico della finanza. Una soluzione a tale problema definitorio può ora rinvenirsi nello schema di decreto legislativo che fornisce una definizione di «prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione» ad avviso di questa associazione pienamente condivisibile. E vi è da auspicare che, a questo punto, nessun ostacolo più si frapponga alla definizione degli schemi di prospetto anche per i prodotti assicurativi a specifica connotazione finanziaria.

In coerenza con i principi di trasparenza e di correttezza dei comportamenti per l'offerta di prodotti finanziari dettati dagli articoli 11 e 25 della legge n. 262 del 2005, che lo schema di decreto legislativo correttivo ulteriormente sviluppa e affina, ci sembra opportuno rilevare come esigenze di uniformità di tutela dell'investitore, da un lato, e di certezza per gli intermediari a fini organizzativi, dall'altro lato, imporrebbero che la trasparenza delle condizioni contrattuali e le regole di correttezza dei comportamenti degli operatori trovino applicazione anche nel caso di offerta al pubblico di prodotti di previdenza complementare.

La finalità previdenziale perseguita da tali prodotti, volti alla costituzione di capitali destinati all'erogazione di trattamenti complementari dei sistemi pensionistici obbligatori, non altera la loro natura prettamente finanziaria, comprovata dal fatto che si tratta di prodotti a contribuzione definita, operanti in regime di capitalizzazione, e per i quali cioè vale il principio di accumulazione finanziaria conseguente alle scelte di investimento compiute secondo gli indirizzi dell'aderente.

Nel nostro sistema finanziario una vera e completa tutela del risparmio riteniamo che non potrà dirsi realizzata fin quando non saranno introdotte regole uniformi per tutti gli intermediari con la compiuta attuazione di un modello di vigilanza per finalità. Invero, su questa strada il legislatore sembra già essersi avviato, assoggettando alle norme in materia di prestazione di servizi di investimento dettati dal testo unico della finanza anche i prodotti finanziario-assicurativi di ramo VI (di cui all'articolo 2,

comma 1, del decreto legislativo, n. 209 del 2005) attraverso i quali le imprese di assicurazioni realizzano, fra l'altro, l'istituzione e la gestione di fondi pensione.

Al fine di realizzare un mercato concorrenziale in grado di garantire una migliore e più ampia tutela dell'investitore, appare opportuno che siano anche previste regole uniformi di trasparenza e correttezza dei comportamenti per tutti gli intermediari che si rivolgano al pubblico offrendo prodotti aventi la medesima natura e finalità. Sappiamo che questo significa chiedere molto al nostro ordinamento, al legislatore e, soprattutto, alle forze che determinano gli orientamenti del sistema, tuttavia ritengo comunque che ciò sia quello a cui si dovrà giungere.

Il tentativo di riforma avviato dal legislatore con la legge n. 262 del 2005 include, fra l'altro, l'allineamento della disciplina del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari alle disposizioni contenute nella cosiddetta direttiva prospetto.

Il recepimento di tale direttiva contemplato nella legge di riforma del risparmio, che comprende anche il prospetto di sollecitazione o quotazione avente ad oggetto quote di organismi di investimento collettivo di tipo chiuso può costituire, fra l'altro – e lo sottolineo –, il presupposto per una rivisitazione generale della disciplina applicabile alla suddetta tipologia di prodotti, con particolare riguardo alla loro struttura e forma giuridica. Riteniamo a tal fine appropriato che in sede di attuazione della delega si colga – se possibile – l'occasione per introdurre, a livello di normativa primaria (cioè di testo unico della finanza), anche per gli OICR di tipo chiuso, la forma societaria oltre a quella contrattuale. Uno strumento utilizzabile a questi fini è senz'altro la SICAF (società di investimento a capitale fisso), già nota e in uso in altri sistemi giuridici e molto diffusa in Europa. Non sussistono, infatti, ragioni inerenti la tutela del risparmio tali da precludere l'utilizzo, anche per questo tipo di prodotti, della forma societaria che noi suggeriamo. Ciò anche in ragione del fatto che la forma societaria per gli OIRC di tipo chiuso è quella preferita dalla maggior parte dei Paesi europei.

Per concludere, dalle considerazioni che ho svolto penso che si debba trarre un auspicio operativo. E' possibile, con i miglioramenti che verranno apportati, riformare la riforma per farla funzionare e anzi, vorrei dire, riformare la riforma facendola funzionare.

Il nostro auspicio è che si resista alla tentazione di ricambiare tutto perché, come noto, il meglio è nemico del bene e perché, come altrettanto noto, cambiare tutto significa non cambiare nulla; cerchiamo, invece, di cambiare il necessario perché i mutamenti auspicati siano quanto più possibile effettivi e soprattutto lavoriamo per la massima efficienza di ogni presidio a tutela del risparmio.

PRESIDENTE. Ringrazio il professor Cammarano per la sua puntuale esposizione e lascio la parola ai colleghi che intendano intervenire.

EUFEMI (*UDC*). Ringrazio anch'io il professor Cammarano per la sua lucida esposizione i cui contenuti, soprattutto, ci hanno confortato anche rispetto alle scelte effettuate nella passata legislatura.

Nella relazione del nostro ospite emerge naturalmente anche una forte preoccupazione rispetto alle resistenze in atto volte ad aggirare alcune disposizioni piuttosto stringenti, e sotto questo profilo credo che l'appello con cui il professor Cammarano ha concluso il suo intervento, auspicando che si riformi la riforma facendola funzionare, rappresenti una sintesi estrema e di grande significato.

Nel merito delle questioni affrontate, condivido in particolare l'aspetto della *governance*, ed in tal senso quindi la necessità con quanto è stato indicato e prospettato di affinare quella parte della normativa che riguarda le minoranze azionarie (quarantesimo del capitale sociale), dove si annidano le resistenze più forti. A quasi un anno dalla entrata in vigore della legge non abbiamo riscontrato passi in avanti da parte del mondo delle società quotate in direzione di un adeguamento degli statuti, laddove sarebbe stato invece auspicabile e necessario. È pertanto opportuno vincere tali resistenze attraverso la formulazione che è stata prospettata e con la quale si propone di dare mandato alla CONSOB affinché essa possa determinare le condizioni per un miglioramento del mercato societario.

Riguardo poi alla questione del rafforzamento della normativa in materia di prodotti finanziari, credo che forse all'interno della Commissione sia possibile ritrovare le condizioni onde procedere ai fini di una maggiore tutela dei cittadini investitori attraverso una sempre più forte trasparenza delle condizioni contrattuali e della prestazione dei servizi di investimento, in tal senso prevedendo obblighi di comportamento per i soggetti che collocano prodotti e servizi finanziari. Questo ha rappresentato un punto nodale della riforma e ritengo che se sarà possibile compiere un passo avanti anche in tale direzione ciò rappresenterà un miglioramento del sistema. Ci eravamo posti l'obiettivo di procedere *step by step*, abbiamo comunque compiuto un grande passo in avanti e se ci sono degli affinamenti e dei miglioramenti da apportare in questa direzione naturalmente sono più che auspicabili.

Ringrazio nuovamente il professor Cammarano per la sua disponibilità e soprattutto per aver seguito il processo della riforma con grande attenzione, fornendo un fortissimo contributo di idee e di proposte. Con questo spirito dialogante credo sia possibile da parte nostra non avere remore, e quindi vincere le resistenze e migliorare quanto c'è da migliorare.

PRESIDENTE. Desidero anch'io porgere i nostri ringraziamenti al professor Cammarano per aver aderito al nostro invito. Colgo anche l'occasione per sottolineare come Assogestioni abbia svolto un ruolo fondamentale sia nell'ambito dell'indagine conoscitiva svolta nella passata legislatura dalle Commissioni finanze e attività produttive di Camera e Senato, sia nelle altre occasioni nelle quali abbiamo avuto come legislatori la possibilità di ascoltare le loro valutazioni. Considero importanti anche

le osservazioni qui esposte, come la riflessione fatta sui *quorum* richiesti per la presentazione delle liste di minoranza; occorre muoversi sulla base di tali osservazioni e in coerenza con le riflessioni che sono state da voi svolte.

Ritengo inoltre preziose le indicazioni riferite alla mancata attuazione dell'articolo 9 della legge n. 262 del 2005 sul conflitto d'interessi nelle gestioni patrimoniali, che aggiungono degli elementi su cui la nostra Commissione compirà le opportune riflessioni.

Quanto al problema della trasparenza dei prodotti assicurativi, abbiamo già svolto l'audizione dei rappresentanti della COVIP, che ci hanno fornito in merito le loro osservazioni. È certamente corretta l'indicazione di un riordino delle *Authority* sulla base delle loro funzioni; nel decreto adottato dalla commissione Pinza la questione sollevata dalla COVIP è stata particolarmente trattata e si è stabilito che sono prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione le polizze e le assicurazioni di cui ai rami vita III, V e VI di cui all'articolo 2 comma 1 del decreto legislativo n. 209 del 2005, il cosiddetto codice delle assicurazioni private.

Infine vorrei avere qualche elemento in più sulle motivazioni e sulle ragioni in base alle quali anche per la previdenza integrativa viene indicata tale soluzione, proprio per evitare che ci sia un conflitto di competenze tra l'attività della CONSOB e quella dell'ISVAP.

Condivido dunque le conclusioni presentateci; come diceva anche il senatore Eufemi, l'obiettivo è proprio quello di evitare che, come spesso accade in politica, il meglio divenga nemico del bene. Si tratta di lavorare sulla riforma così come è stata attuata: ricordiamo quali difficoltà si sono incontrate, qual è stato il suo *iter* di approvazione, e non dimentichiamo che alcune delle modifiche che sono state apportate, come l'abolizione del voto segreto, derivano da un'indicazione unanime fornita nella passata legislatura sia dai Gruppi dell'allora maggioranza che dell'opposizione. Il nostro intento è proprio quello di fare in modo che la riforma possa decollare e che le modifiche da apportare non comportino un continuo ritorno alla fase della discussione.

*CAMMARANO.* Desidero ringraziare il presidente Benvenuto e il senatore Eufemi per le loro parole. D'altra parte il senatore Eufemi sa meglio di chiunque altro quanto si è lavorato nella precedente legislatura per giungere a delle conclusioni, dato che è stato il relatore del provvedimento, quindi colui che ha accompagnato fino alla conclusione l'*iter* di approvazione della legge n. 262 del 2005.

Siamo tutti a conoscenza delle resistenze a causa delle quali si è arrivati ad approvare il provvedimento quasi sul filo di lana della legislatura, e purtroppo è solo grazie agli incresciosi fatti emersi che si è giunti all'approvazione definitiva. Non è un caso che in questo frangente, in riferimento a questo tipo di disciplina legislativa, la nostra associazione sia così vicina agli intenti del legislatore: infatti, come associazione delle società che gestiscono il risparmio ci poniamo – per così dire – dal lato della domanda e non da quello dell'offerta. Siamo molto più vicini, quindi, al

risparmiatore-investitore quando guardiamo e ci rivolgiamo al mercato, di quanto non possano esserlo istituzioni finanziarie che da sempre rappresentano solo il lato dell'offerta. Questa è una ragione che ci onora, ci impegna e ci consente di avere un particolare rapporto con le intenzioni del legislatore e con la sua volontà.

Farò ora un accenno alla questione dei prodotti previdenziali e alle ragioni di cui il Presidente ci ha chiesto conto. Esse derivano dal fatto che il mondo finanziario si caratterizza oggi per la gestione del rischio che, attraverso i prodotti finanziari, viene offerto e venduto, ma con una contrattualizzazione che non è mai definitiva, e quindi è suscettibile di essere rivista e ripensata. Lo stesso vale anche per i prodotti previdenziali, secondo la più recente normativa – o per lo meno secondo quella che dovrebbe entrare in vigore – con la possibilità, quindi, di rivolgersi ad altri fornitori del servizio. Per il risparmiatore-investitore, è importantissimo riuscire ad avere tutti gli elementi di conoscenza del rischio che a lui viene offerto e che è disposto ad assumere – e quindi a sviluppare – con il suo investimento e delle condizioni contrattuali alle quali esso gli viene offerto e viene poi gestito.

Le nostre richieste derivano da ciò: la ragione sostanzialmente è, anche in questo caso, la tutela del consumatore – in coerenza con il dettato normativo della legge in oggetto – che in questo caso particolare è il risparmiatore-investitore; egli ha infatti diritto di sapere quale sia il rischio che si assume e a quali condizioni esso viene assunto.

Crediamo che l'accentramento in un'unica disciplina della trasparenza – e quindi probabilmente in un'unica Autorità competente – sia il modo per resistere, anche in sede di Autorità di controllo e di vigilanza, alle diverse e intense pressioni. Non dobbiamo dimenticare, infatti, che molte Autorità sono il frutto delle esigenze degli intermediari, o perlomeno riflettono in modo più immediato le esigenze degli intermediari che controllano: se ci dovesse essere invece un'unica Autorità, essa avrebbe una maggiore forza per imporre l'applicazione delle direttive europee che, proprio per la loro derivazione comunitaria, si presentano come omogenee.

**PRESIDENTE.** Ringrazio il professor Cammarano e i suoi collaboratori per il contributo dato ai nostri lavori.

#### **Audizione di rappresentanti dell'ASSOSIM - Associazione italiana intermediari mobiliari**

**PRESIDENTE.** I nostri lavori proseguono con l'audizione dell'Associazione italiana degli intermediari mobiliari. Ringrazio il presidente di ASSOSIM, dottor Michele Calzolari, accompagnato dal segretario generale, avvocato Gianluigi Gugliotta, che ha accolto l'invito della Commissione nel quadro dell'indagine conoscitiva sulla legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante «Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari». Ricordo che precedentemente sono già stati ascoltati i rappresentanti di COVIT e Assogestioni. Vi saremmo grati se voleste con-

segnare alla Commissione le vostre riflessioni sulla legge di tutela del risparmio nonché sul decreto legislativo recentemente approvato dal Governo il 31 agosto sul quale la Commissione dovrà esprimere il parere entro il mese di ottobre, non appena l'atto sarà assegnato.

*CALZOLARI.* Anche se è mia intenzione garantire la massima sinteticità su alcune questioni che ci sembrano di particolare interesse, desidero in primo luogo ringraziare la Commissione per l'invito che ci è stato rivolto, che ci consente di portare all'attenzione della Commissione parlamentare finanze e tesoro considerazioni su temi che sono di assoluta e primaria rilevanza per l'associazione che rappresento.

Prima di entrare nel merito di specifici punti, però, vorrei fare cenno alla direttiva MiFID e ai tempi di attuazione della stessa. Può sembrare un argomento estraneo a quello per il quale siamo oggi qui presenti, ma così non è in quanto si possono evidenziare diversi elementi di sovrapposizione. È di grandissima importanza per una fetta non irrilevante dell'industria del risparmio, costituita dalle imprese di investimento di limitate dimensioni rappresentate dalla nostra associazione, e in generale per l'intermediazione italiana, che il recepimento della direttiva avvenga nei tempi previsti, che sono abbastanza stretti. Il recepimento della direttiva è previsto per il 31 gennaio 2007, mentre la sua entrata in vigore per il 1° novembre 2007. Trattandosi di tempi così ristretti è essenziale per l'industria italiana, nel confronto con le omologhe industrie dei Paesi che recepiranno puntualmente la direttiva, che possano essere rispettati i tempi di attuazione testé indicati. Abbiamo voluto cogliere l'occasione odierna per richiamare questo elemento a nostro avviso di grandissima rilevanza.

Esiste poi un secondo aspetto collegato al primo relativo al fatto che in parte la direttiva MiFID riguarda argomenti che si sovrappongono o che sono molto simili a quelli indicati dalla legge sul risparmio. È dunque doveroso richiamare l'attenzione sul fatto che, per quanto possibile, vi sia coerenza tra i due testi e non vengano introdotte norme nella legge sul risparmio che poi potrebbero tra 12 o 18 mesi essere nuovamente messe in discussione con il recepimento della direttiva, comportando così ulteriori oneri a carico degli intermediari, che sostanzialmente potrebbero dover disfare quanto fatto poco prima.

Passo ora ad esaminare maggiormente in dettaglio i temi più specifici della legge sul risparmio. Le nostre riflessioni riguarderanno in particolare gli articoli 9, 10, 11 e 14. Per quanto riguarda l'articolo 9 della legge n. 262 del 2005, mi soffermo in particolare sulle lettere *d)* ed *e)* del comma 1, che conferivano al Governo due importanti deleghe per la disciplina dei cosiddetti conflitti di interesse nella gestione dei patrimoni di organismi di investimento collettivo del risparmio e di prodotti assicurativi e previdenziali, nonché nella gestione di portafogli su base individuale.

ASSOSIM esprime vivo rammarico per il fatto che entrambe tali disposizioni siano rimaste lettera morta, non avendo il Governo potuto attuare, probabilmente in ragione del breve lasso di tempo ad esso concesso a far data dal suo recente insediamento, la delega attribuitagli in merito

dal Parlamento. La disciplina dei conflitti di interesse costituisce, infatti, uno dei principali presidi posti dall'ordinamento a tutela dell'investitore.

Anche se credo che sia nota a tutti, vorrei chiarire la posizione dei negozianti in borsa, rappresentando noi coloro che eseguono gli ordini, sul mercato azionario o obbligazionario, che pervengono dai gestori dei fondi di investimento, ovvero di portafogli individuali.

In Italia accade molto spesso, forse quasi sempre, che a causa della presenza dei gruppi bancari la società di gestione del gruppo passi la gran parte degli ordini da eseguire, se non tutti, alla società del gruppo che si occupa della specifica questione. Il vero problema è che in questa maniera il sottoscrittore del fondo di investimento non ha la garanzia che il suo ordine sia eseguito da colui che potenzialmente potrebbe offrire un servizio migliore. Esiste dunque un conflitto di interessi tra l'appartenere al gruppo e l'offrire il migliore servizio di investimento e quindi sulle commissioni di negoziazione, sui tempi di acquisto e quant'altro. Proprio per evitare tale evenienza la legge aveva previsto un vincolo, secondo il quale non si possono passare ai negozianti del gruppo ordini per un controvalore superiore al 60 per cento del totale degli ordini. Per utilizzi inferiori al 60 per cento, ma comunque superiori al 30 per cento, bisogna comunque spiegare i motivi per cui gli ordini si passano ad intermediari del gruppo piuttosto che non ad altri esterni.

Per disciplinare meglio il concetto era stata attribuita al Governo una delega, che invece è poi stata fatta cadere. Il Governo avrebbe dovuto introdurre il limite massimo all'impiego di negozianti appartenenti al medesimo gruppo da parte di gestori di patrimoni e dei gestori dei fondi di investimento. In particolare, come dicevo prima, sulla base delle disposizioni che si sarebbero dovute introdurre, i summenzionati gestori non avrebbero potuto indirizzare verso un negoziante appartenente al gruppo ordini per un controvalore uguale o superiore al 60 per cento del controvalore complessivo. Per utilizzi inferiori a detta soglia, ma comunque superiori al 30 per cento dello stesso controvalore, il Governo avrebbe dovuto prevedere inoltre, ai sensi della successiva lettera e) del comma citato, che l'impiego di intermediari appartenenti al gruppo fosse motivato sulla base delle condizioni economiche da questi ultimi praticate, nonché dell'efficienza e della qualità dei servizi da essi offerti.

Nonostante l'estrema rigidità dei vincoli operativi che sarebbero derivati dall'applicazione di tale norma per i propri associati, ASSOSIM non solo ne riconosceva l'importanza in un'ottica di tutela del risparmiatore, ma ne aveva altresì colto ed apprezzato l'importanza anche in considerazione di obiettivi ulteriori rispetto a quelli espressamente dichiarati dalla norma.

Agli indubbi riflessi positivi in tema di gestione dei menzionati conflitti, i limiti di cui sopra avrebbero infatti al tempo stesso dovuto favorire un incremento della concorrenza sui servizi di esecuzione degli ordini per conto della clientela gestita, con indubbi effetti positivi sul rapporto tra qualità e prezzo dei prodotti e servizi a questa offerti. Ciò, appunto, prevedendo che la scelta del negoziante verso il quale indirizzare gli ordini

fosse operata dal gestore non già in base ad interessi di massimizzazione del profitto proprio o del gruppo, ma nel diverso interesse di garantire invece un migliore servizio al cliente gestito.

Alla luce di tali riflessioni, si intende cogliere questa occasione per chiedere al Parlamento di conferire la nuova delega al Governo per l'introduzione della suddetta disciplina nell'ordinamento. Considerata peraltro l'elevata tecnicità della stessa, si invita il Parlamento a considerare l'opportunità di demandare alla CONSOB, anziché al Governo, la sua attuazione. Ovviamente si può discutere se il limite del 60 per cento sia giusto o se piuttosto non si debba prevedere una soglia alternativa.

Vi è, inoltre, un secondo aspetto molto importante: con riferimento alla delega di cui alla lettera *d*) del comma 1 dell'articolo 9, sarebbe opportuno, a nostro avviso, operare alcune modifiche ai criteri di delega previsti nella legge, così da ridurre il rischio di arbitraggi operativi. In particolare, il limite del 60 per cento contemplato dalla norma dovrebbe trovare applicazione in maniera distinta per le singole tipologie di strumenti finanziari. In sostanza, se il limite del 60 per cento è posto, come nella formulazione attuale, sul controvalore totale di tutte le transazioni disposte da un gestore, gli ordini su titoli esteri, ad esempio, potrebbero essere trasmessi ad un negoziatore esterno che sarà probabilmente un negoziatore estero, mentre quelli sui titoli italiani a quello del gruppo. In tal caso, sebbene il limite del 60 per cento potrebbe infine risultare formalmente rispettato, riteniamo che in tal modo verrebbe tradito lo spirito stesso della norma. Al fine pertanto di evitare facili elusioni della norma stessa, è a nostro avviso necessario che il menzionato limite del 60 per cento si applichi almeno per tipologia di strumento finanziario (azioni, obbligazioni o altro).

Infine, per quanto riguarda il terzo aspetto, quello relativo al passaggio dal 30 al 60 per cento e alla necessità di chiarire perché si sceglie il negoziatore di gruppo piuttosto che uno esterno, nella legge, si pretendeva che il gestore avesse riguardo alle condizioni praticate dal negoziatore del gruppo. Sostanzialmente, quindi, si parla di commissioni. A nostro avviso, invece, sarebbe più opportuno identificare dei parametri – quelli previsti dal concetto di *best execution* della direttiva MiFID – che prevedano sì le condizioni di commissione, ma anche altri elementi qualitativi di valutazione.

Riteniamo importante sottolineare l'esigenza, in primo luogo, di assegnare nuovamente al Governo questo tipo di delega; secondariamente di distribuire il limite del 60 per cento – o una quota molto simile – per strumento finanziario; in terzo luogo, di valutare come elementi o parametri da determinare quelli previsti nel concetto di *best execution* della direttiva MiFID.

Per quanto riguarda l'articolo 10 della legge cedo la parola all'avvocato Gugliotta.

*GUGLIOTTA.* Ringrazio il dottor Calzolari e rinnovo i ringraziamenti alla Commissione per averci qui convocato.



Mentre sull'articolo 9 l'ASSOSIM ha espresso un certo rimpianto per il fatto che il Governo non abbia attuato la delega, viceversa sugli articoli 10 ed 11 esprimiamo contrarietà alla normativa contenuta nella versione originale della legge e alle modifiche apportate in seguito, nella bozza di decreto legislativo del 31 agosto, su cui la Commissione è ora chiamata ad esprimere un parere. Da parte nostra, in relazione a questi due articoli avanziamo alla Commissione la richiesta di esprimere parere negativo, per le motivazioni che andremo a spiegare.

L'articolo 10 tratta ancora della materia dei conflitti di interesse, come nel caso del precedente articolo 9. Con esso si conferisce delega alla Banca d'Italia, d'intesa con la CONSOB, per stabilire i casi nei quali gli intermediari, al fine di gestire le problematiche connesse al conflitto di interesse, debbano prevedere che le diverse attività e servizi da essi prestati nei confronti del pubblico siano appunto svolte nell'ambito di strutture separate, cosicché, ad esempio, l'attività di gestione sia svolta nell'ambito di una struttura diversa dall'attività di collocamento, in considerazione della possibilità che dalla gestione congiunta di questi due servizi nell'ambito della stessa struttura possa derivare un danno al cliente dell'intermediario.

Riteniamo indubbiamente, come già precisato, che la gestione del conflitto di interesse sia uno dei pilastri sui quali poggia la regolamentazione in materia finanziaria; tuttavia ci teniamo a sottolineare che lo specifico strumento individuato in questo caso dal legislatore è ancora in contrasto con le disposizioni della direttiva MiFID, che dovranno essere recepite entro il 31 di gennaio ed entrare in vigore il 1° di novembre del prossimo anno. Qualora in questo frangente di tempo la Banca d'Italia dovesse effettivamente richiedere tale separazione, la suddetta norma diventerebbe illegittima a valere dal 1° novembre 2007 e gli intermediari comunque potrebbero, dopo aver affrontato ingenti investimenti in proposito, dover smantellare la sovrastruttura imposta da queste disposizioni.

In particolare la direttiva MiFID, pur imponendo all'intermediario di individuare e gestire conflitti dai quali possa derivare un danno per l'investitore, tuttavia non richiede assolutamente che questo avvenga mediante la prestazione di servizi da parte di strutture organizzative separate: essa non richiede la «separatezza organizzativa», come si dice in gergo tecnico. La direttiva MiFID individua, invece, un elenco di possibili strumenti. Sul punto, comunque, il legislatore comunitario (la Commissione, il Parlamento e il Consiglio) si è avvalso della consulenza del CESR, che è l'istituzione europea che raccoglie tutte le autorità di vigilanza europee, e ha individuato una serie di meccanismi alternativi alla separatezza, che sono stati ritenuti ugualmente idonei a gestire efficacemente i conflitti di interesse.

*CALZOLARI.* Vorrei a questo proposito suggerire un'osservazione. Vi è una differenza fondamentale tra lo spirito della direttiva MiFID e la legge sul risparmio. La MiFID, in sostanza, impone all'intermediario di evitare conflitti di interesse, lasciando però discrezionalità sulle modalità

di organizzazione. La legge sul risparmio, invece, tende piuttosto a prescrivere un'azione precisa, imponendo una serie di vincoli precisi, che in qualche maniera contrastano.

A nostro avviso la prima formulazione, quella europea, che sta prevalendo, potrebbe costituire la base anche della legge sul risparmio. Posto che si debba prevedere un meccanismo che limiti il conflitto di interesse. Sta quindi all'intermediario scegliere come organizzarsi per ottenere questo risultato.

*GUGLIOTTA.* Come diceva nel precedente intervento il dottor Calzolari, si pone per l'industria italiana un problema di competitività. Qualora, infatti, venissero imposte determinate soluzioni, non proporzionate alla dimensione dello specifico intermediario o alla complessità dei servizi da esso prestati, verrebbero imposti costi che, scaricandosi poi sull'imprenditore, renderebbero non competitiva l'industria italiana. Non escludiamo che in alcuni casi la separatezza possa essere la risposta appropriata, ma ciò riguarda principalmente le grandi banche, le quali prestano una pluralità di servizi che possono indubbiamente generare problematiche di conflitto di interesse. Sicuramente, però, per le piccole banche la situazione è diversa.

Emblematico al riguardo è anche il caso della disciplina contenuta nella direttiva MiFID in materia di *compliance*, cioè della funzione che è deputata a vigilare il rispetto delle norme, ivi compresa l'efficacia dei presidi posti a tutela dell'investitore nell'evenienza di conflitti di interesse. Anche per la struttura di *compliance* non è specificatamente richiesta la separatezza. Nel caso di piccoli intermediari è espressamente prevista la possibilità che la funzione sia svolta invece nell'ambito di strutture che al tempo stesso prestano altri servizi.

L'altra disposizione sulla quale esprimiamo parere contrario è contenuta nell'articolo 11, che, come dicevamo, ha introdotto l'articolo 100-*bis* nell'ambito del testo unico della finanza. Avevamo già avuto modo di esprimere la nostra contrarietà a questa norma in particolare anche nell'ambito dei lavori condotti dalla commissione Pinza. Purtroppo dobbiamo constatare che le modifiche apportate dal Governo a tale articolo rendono ancora più problematica la sua attuazione da parte dell'industria mobiliare italiana e rischiano di escludere proprio gli intermediari nazionali da uno dei mercati attualmente più importanti e remunerativi, quello delle euro-obbligazioni.

*CALZOLARI.* Vogliamo qui riferirci all'obbligo che l'intermediario ha verso il risparmiatore di garantire la solvibilità dell'emittente per un anno. Se ricordate, l'introduzione di questa norma fu proposta a seguito delle vicende Parmalat. Al riguardo avevamo posto un'obiezione, non di principio ma pratica ed avevamo rilevato la necessità di evitare di porre un vincolo di questo tipo agli intermediari italiani, lasciando così più spazio agli intermediari che operano all'estero. Quella norma però riguardava un tema particolare: la garanzia contro la possibilità di fallimento dell'e-

mittente, quindi un caso molto specifico. Oggi la norma, nella nuova formulazione, prevede sostanzialmente che, se viene fatto un piazzamento di obbligazioni a investitori istituzionali, poniamo in Europa, poi rivendute, dopo un certo periodo di tempo, a clienti *retail*, è facoltà del cliente *retail* che ha acquistato il titolo dichiarare – non si chiarisce bene quando e come – la nullità del contratto medesimo. Non è tuttavia specificato in base a quali circostanze e condizioni. Poniamo un caso banalissimo: un cliente *retail* compra un titolo a scadenza trentennale al tasso del 3 per cento. Poniamo che i tassi salgano. Il suo titolo da 100 lire scenderà a 99, 98, 90, 85. A questo punto la norma prevede che il contratto possa ritenersi nullo. Francamente questo non è accettabile, trattandosi di un rischio di tasso che il risparmiatore deve accettare valutando il rischio cui va incontro, in un rapporto corretto nei confronti di chi glielo vende. Non si può infatti immaginare che un intermediario rimanga esposto per tutta la vita residua del titolo, anche fino a trent'anni, al rischio che per un qualsiasi motivo l'acquirente, a fronte di perdite, possa richiedere la somma originariamente investita in quanto tale facoltà rientra fra quelle previste dalla suddetta norma. È una formulazione che ritengo del tutto inaccettabile.

*GUGLIOTTA*. D'altra parte, così facendo, si penalizzano gli intermediari italiani senza peraltro tutelare l'investitore finale. Quest'ultimo, infatti, potrà comunque continuare ad acquistare questi titoli rivolgendosi ad intermediari esteri.

*CALZOLARI*. Mi paiono condizioni inaccettabili. In questo modo si è tolto il concetto della solvibilità a 12 mesi che non piaceva a nessuno, ma senza specificare meglio i tempi entro cui si può definire nullo il contratto (entro un certo numero di settimane o giorni e per specifiche motivazioni). In tal modo la disposizione diventa di una tale genericità da mettere a repentaglio l'intermediario. È evidente che a queste condizioni gli intermediari non venderanno più titoli di quel tipo e quindi un comparto particolare dell'industria finanziaria, quello delle euro-obbligazioni, scomparirebbe dal mercato italiano.

*GUGLIOTTA*. Un'ultima notazione concerne la contrarietà di questa disposizione sia al Trattato istitutivo della Comunità europea che alla direttiva prospetti. La disposizione è contraria al Trattato perché viola la libera circolazione di capitali in quanto si applica anche a collocamenti di emittenti esteri effettuati all'estero. Il limite posto a questi emittenti di raccogliere capitali, perché di limite si tratta, fa sì che nessun intermediario potrà mai negoziare questi titoli in Italia, non trovandolo conveniente. Si introduce pertanto una barriera alla possibilità per l'emittente estero di raccogliere capitali. Per questo semplice motivo potremo essere deferiti di fronte alla Corte di giustizia come anche per la contrarietà di tali disposizioni alla direttiva prospetti che, essendo di massima armonizzazione, non

ammette che gli Stati membri possano introdurre disposizioni ulteriori o più severe di quelle in essa previste.

*CALZOLARI.* Infine, volevamo cogliere questa opportunità per accennare a due aspetti di natura fiscale che, pur esulando dallo specifico provvedimento, ci paiono assolutamente importanti per l'industria finanziaria nel suo complesso. Si tratta di questioni relativamente tecniche.

Il primo aspetto riguarda un principio su cui siamo tutti d'accordo: le norme antielusione – sappiamo tutti che nell'industria finanziaria vi sono molte situazioni di questo tipo – e in particolare una norma introdotta per evitare il fenomeno del *dividend washing*. Si tratta di operazioni nelle quali un investitore acquista il titolo con il dividendo, su cui una volta godeva del credito di imposta che poi è venuto meno, lo incassa al 100 per cento per poi rivenderlo successivamente, allo stacco del dividendo, ad un prezzo inferiore, con i relativi benefici fiscali. Per evitare questo tipo di operatività, in genere fatta tra un operatore italiano e uno straniero, è stato introdotto il divieto di dedurre fiscalmente la perdita ottenuta sulla vendita del titolo. Ciò concettualmente va benissimo non fosse che la norma si applica su tutte le operazioni, anche quelle non legate specificatamente ai dividendi e soprattutto anche a quelle fatte sul mercato, mentre il *dividend washing* normalmente viene fatto con operazioni in blocco fuori mercato per fissare i prezzi in modo preciso. La norma, per come è stata elaborata, si estende a tutta l'operatività, anche a quella fatta sul mercato, dove obiettivamente non vi è alcun intento elusorio perché è impossibile sapere chi sia la controparte e sicuramente il prezzo è corretto in base alla domanda e all'offerta. La nostra proposta è di limitare l'impossibilità di dedurre la minusvalenza soltanto alle operazioni fatte fuori mercato in occasione dello stacco del dividendo, ma non alla normale operatività in borsa, dove un investitore che rivende in perdita ha diritto di compensare la minusvalenza.

Un secondo tema, che riteniamo importante, è la revisione del sistema di tassazione di alcuni proventi finanziari. Su ciò spendiamo una parola a favore dei nostri colleghi di Assogestioni. Ci sembra che nella fattispecie si dovrebbe cercare di premiare il risparmio gestito professionalmente perché è un interesse di natura nazionale, valido per tutta l'industria del risparmio gestito. Sarebbe infatti auspicabile avere qualche forma di vantaggio per il risparmio gestito collettivamente in modo professionale.

Altro tema specifico riguarda il modo in cui vengono tassati i fondi di investimento. Immagino che i colleghi di Assogestioni ne avranno parlato.

*PRESIDENTE.* No perché l'indagine è strettamente riferita alla legge sul risparmio. Ovviamente, come avviene di norma nei nostri colloqui, sia per quanto riguarda la sollecitazione sulla direttiva che per quanto concerne gli aspetti fiscali legati al decreto Bersani-Visco e alla legge finan-

ziaria, ancora da scrivere, raccogliamo le vostre osservazioni, di cui avremo senz'altro occasione di parlare.

*CALZOLARI.* L'ultimo punto è il tema relativo alla VI direttiva, che definirà servizi di investimento anche alcuni attualmente classificati come accessori come la consulenza finanziaria oppure, diversamente l'*outsourcing* dei servizi stessi ovvero di specifiche funzioni aziendali. Come sapete, le banche e le SIM sono esentate dall'IVA per i servizi specifici ma non per quelli finanziari da essi prestati ma non per quelli accessori. Un domani questi ultimi lo saranno e quindi ci sembrerebbe opportuno che l'esenzione dell'IVA venisse estesa anche ai sopraccitati.

Queste sono le nostre riflessioni. Se lo riterrete opportuno sono a vostra disposizione per discuterne. Comunque, per eventuali approfondimenti, abbiamo depositato agli atti della Commissione un documento.

*GUGLIOTTA.* In allegato al documento vi è anche una proposta dettagliata di reintroduzione della delega di cui all'articolo 9, comma 1, lettere *d)* ed *e)*, della legge n. 262.

*PRESIDENTE.* Su tale questione abbiamo avuto indicazioni interessanti da parte dei rappresentanti di Assogestioni. Inoltre, la mancata attuazione della delega entro luglio, rendendo più complessa la questione relativa agli articoli 10 e 11 della suddetta legge, crea dei problemi sui quali occorre riflettere.

*CALZOLARI.* Parlando fuori dagli schemi istituzionali, i temi più importanti per quanto ci riguarda sono sicuramente l'articolo 9, che è davvero di grande importanza. Obiettivamente, non se ne parla molto perché la parte dell'esecuzione in borsa è spesso trascurata. Se un risparmiatore si reca alla banca o, viceversa, a Banca, viene di fatto a trovarsi, per tutto quello che riguarda la scelta e l'esecuzione dell'investimento, nelle mani del negoziatore del gruppo. Questi potrebbe essere il migliore al mondo, ma non lo si può sapere. In questo caso è necessario prevedere che almeno una parte di tali ordini sia eseguita per il tramite di un negoziatore terzo.

Un altro tema importante è l'articolo 11, a proposito del quale, francamente, credo si sia verificata una svista.

*EUFEMI (UDC).* Signor Presidente, svolgo alcune brevi considerazioni anche sulla base di quanto ho ascoltato e letto. Certamente c'è rammarico per il mancato esercizio dell'articolo 9 della delega sugli OICR (organismi di investimento collettivo sul risparmio), anche se va considerata la recente alternanza di maggioranza e opposizione che influenza sempre tali questioni nella fase attuativa. La vostra proposta sul 60 per cento è un po' complicata, per come io la interpreto. Fissare una soglia del 60 per cento per tutti i prodotti comporta il rischio di fermarsi leggermente sotto la soglia e che si verifichi il tentativo di snaturare il signifi-

cato della norma stessa. Quindi, andare troppo nel dettaglio diventa rischioso anche per altre questioni.

Per quanto riguarda gli articoli 10 e 11, mi piacerebbe conoscere la risposta del vice ministro Pinza alla lettera che lei afferma di avergli inviato. Siccome in questo caso il nostro interlocutore non è il Governo, ma i soggetti esterni, potrebbe essere utile conoscere le ragioni, se siano state espresse o meno, di questo cambiamento così radicale, come sostenuto dall'ex sottosegretario Ventucci.

Il passaggio dalla solvenza alla nullità è un passaggio forte, e certamente comporta degli effetti. A questo problema dobbiamo aggiungere quelli esistenti relativi alle asimmetrie fiscali. Lei ha ricordato poco fa che si è verificata una fuga del risparmio gestito da gennaio fino ad oggi verso Paesi certamente più favorevoli sul piano della tassazione: mi riferisco a Lussemburgo ed Irlanda, che stanno diventando le piattaforme per questo genere di operazioni.

Sull'altro problema del cuneo fiscale, da voi posto soltanto in via di orizzonte, mi pare di capire che per questo Governo le aziende bancarie e creditizie non vadano prese in considerazione rispetto al cuneo fiscale. L'orientamento è molto selettivo e credo che risorse da destinare a questo settore siano difficili da ipotizzare.

In ultimo, se la norma relativa al 60 per cento può essere studiata in una maniera meno mirata, ma che offra una prospettiva di non appesantimento del settore, su di essa si può ragionare in maniera diversa.

Sull'articolo 11, rispetto al quale certamente è stato raggiunto un difficile compromesso nella passata legislatura, era necessario compiere un salto per una garanzia verso i cosiddetti contribuenti e i cittadini risparmiatori rispetto a comportamenti di qualche leggerezza riscontrati. Per quanto riguarda la questione del 60 per cento, se ne può ragionare se non scendiamo troppo nel dettaglio. Quanto al ripristino della delega è certamente una sollecitazione che possiamo prendere in considerazione.

VENTUCCI (*FI*). Mi fa piacere, nel leggere e nel sentire le dichiarazioni qui rese, rilevare che per quanto attiene al problema della tassazione fiscale voi siete abbastanza disponibili anche relativamente alle scelte non di questo Governo, ma alla contingenza che attanaglia i conti pubblici nazionali.

Quanto all'attenzione che voi chiedete nei confronti della professionalità del vostro comparto, come opposizione possiamo dare la massima garanzia di intervento nei confronti del Governo.

PRESIDENTE. Ringraziando i rappresentanti dell'ASSOSIM per aver partecipato ai nostri lavori e con i migliori auspici – a seconda anche di come andranno i lavori sulle questioni riferite agli aspetti di politica fiscale – di favorire il dialogo degli operatori con il legislatore, come si è tentato di fare in occasione dell'esame del decreto Bersani-Visco, ci ripromettiamo di esaminare le osservazioni da voi svolte in merito alle nostre competenze.

Bisognerà porre mano anche alla questione dell'articolo 9. Ciò non è stato possibile in quanto la delega è scaduta, ma questa è una sollecita-

zione che proviene tanto da voi, quanto da Assogestioni e da diverse altre associazioni.

Relativamente agli articoli 10 e 11 voi vi siete riferiti, a proposito dell'articolo 11, ad una tendenza prevalente in Europa di decidere nella direzione da voi auspicata. Avrei interesse, se fosse possibile, ad integrare l'audizione di oggi e ad acquisire ulteriori elementi a questo proposito. La questione è delicata; noi dobbiamo esprimere un parere sul decreto attuativo, il quale però ha dei limiti. Per questo penso che una modifica dell'articolo 11, come da voi auspicata, non poteva venire da questo decreto del Governo.

EUFEMI (*UDC*) Eventualmente da un altro provvedimento.

PRESIDENTE. I limiti sono limiti. È una delega ben definita e su un crinale delicato. Un suo riesame ed una sua valutazione devono essere affidati ad una riflessione di più ampio respiro, che però rientra nei compiti ed anche negli obiettivi di questa indagine conoscitiva.

CALZOLARI. Capisco perfettamente l'obiezione, che mi sembra corretta. Dico solo di fare attenzione al fatto che la direttiva tra pochi mesi introdurrà un metodo diverso.

Per quanto riguarda quanto detto dal senatore Eufemi, egli ha ragione: fissare la soglia al 60 per cento, piuttosto che al 58 o al 62, sarebbe sicuramente una misura molto rigida. Capisco però lo spirito con cui una tale proposta è stata fatta, perché bisognava comunque fornire un'indicazione.

Per questo motivo noi abbiamo suggerito l'eventualità di coinvolgere la CONSOB per trovare degli strumenti tecnici più flessibili, ma comunque efficaci, al fine di ottenere il risultato auspicato. Giustamente il 60 per cento è un termine molto rigido, ma è importante che passi il principio dell'esistenza di un conflitto d'interesse che va gestito.

PRESIDENTE. Ringrazio tutti coloro che sono intervenuti per il contributo dato ai nostri lavori.

#### **Audizione di rappresentanti dell'AIFI - Associazione italiana del *private equity* e *venture capital***

PRESIDENTE. I nostri lavori proseguono con l'audizione dei rappresentanti dell'Associazione italiana del *private equity* e *venture capital* (AIFI), che saluto e ringrazio per la loro presenza.

Nel corso delle audizioni appena svolte abbiamo raccolto alcune osservazioni, cui vorremmo aggiungere anche le vostre riflessioni per quanto riguarda sia l'attuazione della normativa in materia di risparmio, sia lo schema di decreto legislativo che il Governo ha emanato il 31 agosto scorso, ai sensi della delega contenuta nell'articolo 43 della legge n. 262 del 2005, in via di assegnazione. In tal modo la Commissione potrà

raccogliere gli elementi necessari per esprimere entro il mese di ottobre il previsto parere.

Ringrazio nuovamente i nostri ospiti e cedo loro la parola.

**BRACCHI.** Presidente, onorevoli senatori, desidero in primo luogo ringraziare la Commissione per l'invito ad intervenire in questa sede.

Sono Giampio Bracchi, presidente dell'AIFI che è l'associazione che riunisce gli operatori di *private equity* e *venture capital*, nell'ambito della quale la professoressa Anna Gervasoni qui presente ricopre il ruolo di direttore generale.

Ritengo opportuno presentare brevemente la nostra associazione che è certamente meno conosciuta dell'Associazione bancaria o della Confindustria. L'AIFI raccoglie gli operatori professionali nel settore dell'investimento in capitale di rischio; abbiamo oltre 100 associati e un altro centinaio di aderenti; gli associati sono le Società di gestione del risparmio (SGR) che gestiscono fondi mobiliari chiusi, destinati ad investimenti in capitale di società non quotate. Tali associati sono rappresentati in parte da SGR italiane, in altra parte da associati italiani di fondi paneuropei o statunitensi. Raccogliamo praticamente tutti gli operatori che hanno una base in Italia. Nel nostro Paese sono però attivi anche altri operatori – tanto per fare un esempio i fondi di *private equity* Goldman Sachs e KKR – che non hanno una base stabile in Italia, ma che operano direttamente dai loro uffici di Londra. Questi sono in sostanza gli investitori.

Per quanto riguarda specificatamente la legge n. 262 del 2005 desideriamo concentrare la nostra attenzione e restringere il campo alle problematiche delle società di gestione del risparmio che gestiscono i fondi mobiliari chiusi e che sono poi quelle che ci riguardano più direttamente.

Abbiamo consegnato agli atti della Commissione un nostro appunto all'interno del quale abbiamo posto al primo punto la distinzione tra i fondi mobiliari chiusi destinati al pubblico risparmio e i fondi raccolti presso investitori qualificati. La stragrande maggioranza dei nostri fondi si rivolge a investitori qualificati sul mercato nazionale ed internazionale e raccoglie oltre la metà dei fondi gestiti dall'estero. Tali investitori sono rappresentati sostanzialmente da istituzioni finanziarie quali banche, assicurazioni, fondi del settore di *private equity*, fondazioni internazionali, numerosissimi fondi pensione e investitori diretti, ossia grandi aziende industriali. Questo è in sostanza il panorama degli investitori.

Al riguardo riteniamo che sotto il profilo regolamentare sia opportuno mantenere il doppio binario nella disciplina dei fondi mobiliari chiusi destinati al pubblico risparmio e dei fondi raccolti presso gli investitori qualificati. Infatti, un conto sono i fondi destinati alla raccolta di pubblico risparmio (quelli quotati nei vari elenchi il cui numero per altro è molto limitato), altra cosa sono i fondi raccolti, ad esempio, presso il fondo dell'università di Harvard che amministra una dozzina di miliardi di dollari, che fa gestire da investitori professionali e da cui cerca di ottenere rendimenti elevati, diversificando i propri investimenti tra azionario, obbligazionario, *private equity*, *hedge fund*, oppure miniere e foreste. Si tratta



quindi di investitori altamente professionali che a difesa dei loro interessi contrattano direttamente con i promotori del fondo le regole dello stesso, imponendo una serie di misure per prevenire rischi di conflitto di interessi e garantire la trasparenza, posto che detti fondi devono avere un tipo di protezione differente da quelli rivolti verso il pubblico risparmio. In questo caso, quindi, il rapporto non è intermediato nel senso che il fondo che effettua la raccolta si rivolge direttamente agli investitori professionali. Quando poi i fondi raggiungono un livello di notorietà (fortunatamente ne abbiamo alcuni anche in Italia che hanno ottenuto buoni successi), sono gli stessi investitori nell'ambito di un mercato che ha molta liquidità a selezionare i fondi migliori in cui investire.

Si tratta del resto di un mestiere che vede una grande divaricazione tra chi ha avuto successo ed è quindi attraente per gli investitori, dimostrando di saperli far guadagnare e chi, viceversa, entra per ultimo nel mercato e non ha un comprovato *track record* e si trova a dover convincere gli investitori della bontà delle proprie proposte.

Ribadisco pertanto la necessità di mantenere il doppio binario proprio in considerazione della diversità delle caratteristiche degli investitori e dei differenti tipi di protezione e di salvaguardia da adottare nei vari casi, relativamente alla regolamentazione dei fondi; in tal senso, gli investitori professionali sanno fare molto bene il lavoro di protezione dei propri investimenti.

Un'ulteriore questione segnalata nel nostro appunto riguarda i possibili conflitti di interessi nella gestione di patrimoni di Organismi collettivi di investimento del risparmio (OICR), cui abbiamo precedentemente accennato. Al riguardo vi sono alcune differenziazioni che attengono alla natura delle SGR la maggioranza delle quali sono indipendenti; talvolta si tratta di gruppi di persone fisiche che hanno promosso le SGR, che raccolgono i fondi e che, se dimostrano una certa bravura nel garantire rendimenti elevati e corrispondenti al rischio, raggiungono ammontari per qualche centinaio di milioni di euro. D'altro canto, però, anche per i fondi rivolti a investitori qualificati nonché per i fondi al dettaglio vi sono alcune SGR *captive* di imprese finanziarie, che possono essere banche o assicurazioni; in tal caso si rende necessario prevedere maggiori salvaguardie onde evitare l'insorgere di conflitti di interesse.

In tal senso l'AIFI, di concerto con la Banca d'Italia e la CONSOB, ha elaborato un Protocollo di autonomia che fissa le regole del gioco che devono essere osservate dagli operatori che lo sottoscrivono. È attualmente in corso, in collaborazione con la CONSOB, anche l'elaborazione di un codice di comportamento *standard*, che si articola in una serie di misure che definirei a scalare; in proposito la dottoressa Gervasoni che si sta occupando direttamente della questione potrà essere più precisa. In altri termini, per le società indipendenti che si rivolgono agli investitori professionali sui mercati internazionali si prevede un certo numero di comportamenti *standard*; per i soggetti che appartengono a gruppi che possono incorrere in conflitti di interesse, magari perché operano nel settore del credito, viene invece definita un'altra serie di codici di compor-

tamento aggiuntivi; per coloro che si rivolgono al pubblico risparmio diffuso viene prevista un'ulteriore serie di norme di comportamento che regolano tutti gli aspetti riguardanti la trasparenza, il conflitto di interessi, l'informazione, la professionalità, la presenza e il ruolo di consiglieri indipendenti, ovvero quanto è normalmente previsto nella regolamentazione di questi aspetti.

Riteniamo molto importante che una eventuale regolamentazione dei conflitti d'interesse nella gestione di patrimoni di organismi a investimento collettivo del risparmio, in attuazione dell'articolo 9 della legge n. 262 del 2005, rimandi alle disposizioni specifiche già contenute nei Protocolli di autonomia elaborati dalle Associazioni di categoria. Le Associazioni si danno infatti delle proprie regolamentazioni, l'organismo di vigilanza le vaglia e gli operatori si impegnano a rispettare queste norme. Vista la natura professionale di tali operatori e dei loro sottoscrittori, riteniamo opportuno che si faccia riferimento alle autoregolamentazioni che si stanno dando le associazioni e i loro associati. Il fine dei nostri lavori è proprio di giungere a questo punto di arrivo.

Un terzo aspetto riguarda il collocamento degli strumenti finanziari presso gli investitori istituzionali, attraverso una raccolta che avviene a livello internazionale. I nostri operatori compiono tale raccolta non solo in Italia, ma anche in Europa, negli Stati Uniti e adesso anche nei mercati asiatici. Si terrà a Venezia proprio il prossimo fine settimana un incontro in cui interverranno circa 50 investitori istituzionali provenienti da tutto il mondo: li abbiamo riuniti a Venezia con i nostri operatori di *private equity* proprio per mostrare come l'Italia sia un Paese interessante in cui compiere investimenti, sia perché ci sono operatori dotati di rilevante professionalità che hanno dimostrato di saper ottenere buoni rendimenti, sia per la presenza di piccole e medie imprese che hanno bisogno di internazionalizzarsi, di espandersi dimensionalmente e di avere una successione generazionale. Dunque, per questa tipologia di fondi vi sono nel nostro Paese grandi opportunità di investimento. Anche il presidente Benvenuto ci farà l'onore di essere presente in una delle tavole rotonde in cui cercheremo di far capire come l'Italia sia un Paese in cui è importante investire.

Nell'attuare tale raccolta a livello internazionale si nota però come manchi ancora un po' di armonizzazione normativa tra i diversi Stati membri dell'Unione europea: ad esempio, la definizione di «investitore istituzionale» che non è uniforme. Nel compiere la raccolta può capitare che la stessa SGR, con il medesimo regolamento del fondo, scritto in inglese e in italiano, effettui la raccolta in diversi Paesi e incontri differenziazioni normative in tale *private placement*. Sarebbe desiderabile che almeno per i Paesi dell'Unione europea si intensificasse uno sforzo in tal senso: ciò è raccomandato anche da un gruppo di esperti europei in un rapporto recente, dello scorso luglio 2006, intitolato «*Report of the alternative investment expert group, developing european private equity*», in cui ci si raccomanda di arrivare a compiere tale armonizzazione, dando anche indicazioni in proposito. Tale armonizzazione è molto importante

ai fini di un mercato della raccolta e dell'investimento di livello europeo e non solo nazionale.

Un quarto aspetto che abbiamo evidenziato nell'appunto presentato alla Commissione è relativo al coordinamento tra le Autorità di vigilanza. Le nostre autorità di vigilanza sono Banca d'Italia e CONSOB. Nel predisporre il regolamento di una SGR ci rivolgiamo prima alla Banca d'Italia che poi interpella la CONSOB: ciò può provocare dei «rimbalzi» quando, ad esempio, il commento della CONSOB, che si occupa dell'assetto organizzativo, arriva dopo il vaglio positivo della Banca d'Italia. Se si riuscisse a creare una sorta di Conferenza dei servizi o un'organizzazione tale da consentire alle due Autorità di lavorare maggiormente insieme ne deriverebbero generali benefici dal punto di vista dell'efficacia e della rapidità.

Ci siamo infine permessi di scrivere qualche appunto anche sul profilo fiscale dei fondi mobiliari chiusi. La normativa italiana attualmente non è più penalizzante come in passato quando tutti gli operatori costituivano le SGR in Lussemburgo, in Olanda o a Londra, proprio per questo motivo. Per i primi 15 anni di vita del *private equity* – che, ricordo, funziona da circa 20 anni nel nostro Paese – le uniche SGR italiane erano di fatto quelle bancarie che compivano una raccolta al dettaglio, proprio in ragione del fatto che gli istituti di credito dovevano avere obbligatoriamente delle basi in Italia. Gli altri soggetti indipendenti erano tutti collocati in diversi Paesi dell'Unione europea con una normativa fiscale più conveniente.

A seguito degli interventi normativi compiuti la situazione odierna non è più penalizzante in quanto la tassazione sulle plusvalenze è quella dei redditi da capitale, che fino ad ora è stata piuttosto contenuta (12,5 per cento) ed è quindi competitiva a livello europeo. Un aspetto rimasto irrisolto riguarda le persone giuridiche italiane. Gli investitori esteri godono, con i nostri fondi, di una fiscalità buona, così come le persone fisiche che investono però nei fondi *retail* e non in quelli professionali. Per quanto riguarda le società, invece, le plusvalenze dei fondi vanno tassate secondo le normali aliquote delle imposte sulle persone giuridiche. Logicamente tutto ciò scoraggia le persone giuridiche italiane dall'investire in questi fondi. Chiediamo dunque che vi sia una normalizzazione anche per queste ultime, affinché siano tassate tutte con le ordinarie aliquote sui redditi da capitale all'atto della distribuzione. È altresì opportuno evidenziare che il fondo non sia tassato nella sua vita, nel momento in cui possa avere incrementi sul suo valore netto, ma solo all'atto della distribuzione dei proventi. Questo perché i fondi comprano ad un certo valore e nel momento in cui hanno ancora al loro interno le partecipazioni ad una decina di società non quotate – alcune delle quali possono andare molto bene, altre restare stabili e qualcuna andar male – non hanno alcun motivo per variare il valore di questa quota ai fini fiscali. Essi, infatti, vengono tassati (in questo caso al 12,5 per cento), nel momento stesso in cui evidenziano un incremento del valore delle partecipazioni che, proprio per questo, sono tenute al loro valore storico. Tuttavia, ciò non è opportuno perché gli in-

vestitori – soprattutto quelli istituzionali – vogliono avere nella loro contabilità, per i loro investimenti, un valore reale e non un valore storico di carico. Si pensi, ad esempio, alle fondazioni di origine bancaria, che stiamo cercando di avvicinare alle assicurazioni, agli investimenti in questo tipo di veicoli. La fondazione di origine bancaria ha bisogno di avere un rendimento che risulti in bilancio, sulla base del quale compiere poi l'erogazione al territorio.

Gli investitori vorrebbero in realtà avere semestre per semestre, anno per anno, un Net Asset Value (NAV) realistico. Ciò si scontra però con il problema della tassazione per cui, visto che il valore viene tassato nel momento in cui lo si evidenzia, esso viene mostrato solo alla fine, redigendo dunque una doppia contabilità. Si ha cioè una contabilità formale – tale che ci sia sempre il valore di carico e non si creino problemi – e, viceversa, si redige un rapporto per gli investitori in cui si esprime una propria valutazione. Ci sono delle regole per calcolare il NAV che la nostra Associazione europea ci ha detto essere molto complicate, e che somigliano ai criteri IAS (International accounting standard).

Sarebbe molto ragionevole – come si è fatto, peraltro, anche con i fondi immobiliari chiusi – applicare la tassazione all'atto della distribuzione dei proventi e non precedentemente, vale a dire in un momento in cui il fondo espone un valore che è ancora teorico; e questo per evitare le conseguenze cui si è prima fatto cenno.

Lo scopo è fare in modo che le SGR che abbiamo riportato in Italia (oggi sono più di 60 ma fino a poco tempo fa erano poco più di 20 e tutte bancarie) rimangano nel nostro Paese e non riprendano a stabilire le sedi in Lussemburgo o in Irlanda, perché il mercato del settore è strutturato in questo modo.

Attualmente la normativa fiscale è piuttosto soddisfacente; occorre mantenere la distinzione tra chi si rivolge agli investitori tradizionali e chi no. Ci sono poi i codici di autoregolamentazione. Ad ogni modo bisogna far sì che la riforma della tassazione sia completata anche per quanto riguarda le persone giuridiche. Evitare di effettuare la tassazione allorquando si evidenzia una plusvalenza andrebbe peraltro a vantaggio della trasparenza fiscale. Non venendo tassati in quel momento, i fondi potrebbero elaborare dei *report* con il valore effettivo del NAV e vi sarebbe più trasparenza sulla stessa gestione del fondo.

PRESIDENTE. Apro e chiudo una parentesi sul problema delle tassazioni. Trovo ragionevoli le osservazioni che sono state svolte, che hanno formato oggetto peraltro di un'interrogazione da me presentata il 27 luglio scorso. Si cercherà di tenerne conto anche nel corso dell'esame della legge finanziaria.

EUFEMI (UDC). Presidente, la parte concernente la tassazione è assolutamente al di fuori dei principi indicati nella delega e quindi non può essere inserita nel provvedimento in discussione; potrà semmai avere uno

sviluppo nel corso dell'esame della legge finanziaria o del provvedimento relativo al risparmio in corso di gestazione. È un binario a sé stante.

Il recepimento del Protocollo di categoria, sotto la sorveglianza dell'Autorità di vigilanza, rappresenterebbe un notevole passo in avanti, ove fosse confermato il vostro stesso spirito collaborativo anche da parte di altre associazioni. Ove pienamente rispettato, rappresenterebbe una forte innovazione rispetto al passato oltre a garantire un notevole salto di qualità.

*BRACCHI.* Presidente, consegno agli atti della Commissione anche una copia dell'annuario dell'Associazione che riporta i nomi di tutti i nostri associati, che oltre a questi fondi comprende anche gli operatori di carattere legale e coloro che si occupano di *due diligence* amministrativa e assicurativa sulle risorse umane. Oltre ai nostri associati vanno dunque considerati anche i nostri aderenti, cioè tutti coloro che appartengono ad associazioni professionali, quali revisori, avvocati e assicuratori che si interessano di *private equity*.

PRESIDENTE. Ringraziamo tutti coloro che sono intervenuti per il contributo dato ai nostri lavori.

**Audizione di rappresentanti dell'ASSORETI – Associazione nazionale delle società di collocamento di prodotti finanziari e di servizi di investimento**

PRESIDENTE. I nostri lavori proseguono ora con l'audizione dei rappresentanti dell'ASSORETI.

Nel corso delle audizioni appena svolte abbiamo raccolto alcune osservazioni, cui vorremmo aggiungere anche le vostre riflessioni per quanto riguarda sia l'attuazione della normativa in materia di risparmio, sia lo schema di decreto legislativo che il Governo ha emanato il 31 agosto scorso, ai sensi della delega contenuta nell'articolo 43 della legge n. 262 del 2005, in via di assegnazione. In tal modo la Commissione potrà raccogliere gli elementi necessari per esprimere entro il mese di ottobre il previsto parere.

Cedo immediatamente la parola all'avvocato Spallanzani, presidente dell'Associazione, che è accompagnato dal dottor Marco Tofanelli, segretario generale della medesima Associazione.

*SPALLANZANI.* Ringrazio lei Presidente e i membri della Commissione per quest'occasione di incontro che consente anche ad ASSORETI di partecipare al processo volto al miglioramento della regolamentazione del mercato finanziario italiano.

Abbiamo già consegnato agli atti della Commissione un documento in cui si illustrano nuove proposte di intervento normativo finalizzate a migliorare il sistema, per renderlo più chiaro, equo ed efficiente. Rinvio a questo documento, di valenza estremamente tecnica, ma che si è cercato di illustrare con chiarezza e sinteticamente.

Le nostre proposte sono finalizzate a realizzare un virtuoso coordinamento della legislazione italiana con quella comunitaria e con il codice delle assicurazioni e anche nell'ambito della regolamentazione dell'intermediazione finanziaria italiana rispetto alla quale abbiamo ravvisato qualche smagliatura.

Si tiene poi conto naturalmente del decreto legislativo recentemente varato dal Governo, che si valuta positivamente. In particolare, per quanto ci riguarda, troviamo molto interessante ed utile la definizione di prodotti finanziari emessi dalle compagnie di assicurazione, che solleva chi deve applicare quelle norme da una serie di non facili problemi interpretativi.

Vorrei anche ricordare che le nostre osservazioni si limitano ad un campo ben preciso della regolamentazione nazionale, che riguarda in sostanza l'offerta fuori sede in cui sono impegnate banche e SIM che aderiscono alla nostra associazione e che comporta l'offerta al pubblico di prodotti finanziari da parte dei promotori finanziari e che avviene al di fuori dei locali ove le banche e le SIM svolgono la loro naturale attività. Le nostre osservazioni sono limitate a questo specifico settore, anche se naturalmente ben si conosce la rimanente normativa sulla quale abbiamo le nostre opinioni.

Passo ora ad illustrare brevemente le proposte che sono state riportate nel documento che è stato messo a disposizione della Commissione. La prima esigenza che si avverte in maniera molto forte è di intervenire sulla norma contenuta nella legge n. 262 che disciplina il controllo di adeguatezza da parte degli intermediari finanziari sulle operazioni che sono da essi intermedie o consigliate alla clientela. La normativa introdotta in materia con la legge n. 262 è molto stringente e quindi particolarmente gravosa, per cui rischia di allontanarci dall'Europa. La normativa comunitaria, in particolare la direttiva MiFID, che disciplina i mercati e gli strumenti finanziari, prevede un controllo di adeguatezza meno stringente di quello contenuto nella legislazione nazionale e, in particolare, in questa norma che si intende criticare. Infatti, il controllo di adeguatezza piena, che è finalizzato ad assicurare che un prodotto sia conforme all'esperienza di un cliente e al profilo di rischio-rendimento dello stesso, è assicurato solo per due servizi: per il servizio di gestione individuale di patrimoni e per il servizio di consulenza finanziaria, che con questa direttiva riprenderà a far parte dell'elenco dei servizi di investimento, come era nella legislazione italiana fino all'ottobre del 1996.

Per gli altri servizi, il controllo (definito nel testo inglese della direttiva «di appropriatezza») che gli intermediari devono esercitare è minore; vi è un minore rigore nella richiesta di informazioni e soprattutto non occorre individuare gli obiettivi degli investitori. Si tratta, dunque, di un controllo necessariamente più attenuato.

Vi è poi una terza schiera di operazioni, in cui il controllo di adeguatezza non esiste affatto; mi riferisco, al caso della cosiddetta *execution only*, in cui il cliente chiede alla banca o alla SIM di effettuare un'operazione, senza chiedere consigli, ma dando imperiosi ordini, che devono es-

sere eseguiti senza discussioni. Naturalmente questa situazione riguarda essenzialmente clientela professionalmente consapevole e preparata.

È importante che si accetti tale principio, per non allontanare il nostro sistema dalla regolamentazione europea. Tale regolamentazione, che negli ultimi tempi è diventata notevolmente ricca in materia, ha una finalità molto precisa ed elevata, cioè quella di creare un mercato finanziario europeo, cercando di rendere omogenee le discipline di settore dei 25 Paesi che aderiscono all'Unione europea, attraverso un grande sforzo di armonizzazione. Formalmente, quindi, avremmo 25 sistemi segmentati, ma poiché saranno uguali si creerà un mercato finanziario europeo.

Le successive cinque osservazioni riguardano invece le esigenze di coordinamento che avvertiamo tra la disciplina dell'intermediazione finanziaria e il codice delle assicurazioni che, come sapete, è stato approvato recentemente.

Una prima osservazione ci sta molto a cuore: con la legge n. 262 del 2005 è stato opportunamente introdotto l'obbligo di assoggettare il collocamento delle polizze finanziarie alla presentazione al pubblico di un documento, identificato nel prospetto informativo. Nella normativa contenuta nel codice delle assicurazioni si prevede che per tutti i prodotti assicurativi vita, nessuno escluso, debba essere consegnata al pubblico una nota informativa. Vi sono, dunque, due documenti per lo stesso prodotto e questo è un problema di non facile soluzione. Infatti, la consegna di due documenti, che in parte si sovrappongono e che hanno lo stesso contenuto, può generare certamente problemi per il pubblico.

Ecco perché richiamiamo la vostra attenzione su tale problema di coordinamento. Riteniamo che il Governo avrebbe potere di intervenire su questo punto, che è molto delicato. Non è solo una questione di costi e di efficienza dell'operatore, ma si pone anche la necessità di non sconcertare il destinatario dell'offerta di polizze finanziarie, il quale potrebbe ricevere due documenti, uno amministrato dalla CONSOB, l'altro dall'ISVAP.

Si avverte, inoltre, un ulteriore problema di coordinamento, sempre tra questi due tipi di disciplina: le norme di condotta che gli intermediari devono osservare quando offrono polizze finanziarie sono presenti sia nel TUF, sia nel codice delle assicurazioni. Il Governo, nell'elaborare il progetto di decreto legislativo, ha avvertito questo problema e ha proposto un intervento apprezzabile, ma secondo noi insufficiente. Il Governo dà per scontato che prevalga la disciplina contenuta nel Testo unico per la finanza. Si tratta di un'affermazione condivisibile, ma riteniamo che tale prevalenza non sia espressa in modo chiaro e definito nella normativa. Pertanto, anche in questo caso vi è un forte richiamo all'esigenza di chiarezza e di intervento normativo.

Le successive due osservazioni, invece, riguardano una critica che rivolgiamo a una disposizione contenuta nel decreto legislativo di cui abbiamo già parlato. Essa attiene alla proposta di modifica dell'articolo 30, comma 9, del Testo unico della finanza. Si tratta di una disposizione, opportunamente emendata dal Parlamento in occasione dell'approvazione

del testo della legge n. 262, che riguardava l'offerta fuori sede, cioè un tipo di offerta particolare che deve essere effettuata da soggetti autorizzati, tramite promotori che agiscono come ho ricordato poc'anzi, al di fuori delle sedi in cui le banche e le SIM operano. Tale disposizione prevedeva che questi soggetti dovessero effettuare la loro offerta osservando determinate norme, fatta eccezione, però, per le polizze finanziarie, dal momento che si voleva salvaguardare il regime distributivo esistente ormai da molto tempo, basato sul sistema di agenti e di produttori, vale a dire coloro che, per conto degli agenti, entrano a diretto contatto con il pubblico.

Ora s'interviene su questa norma e, nella relazione sul decreto legislativo, si afferma l'esigenza di accertare che agenti e *broker* possano continuare a offrire polizze di questo tipo. Su questo siamo tutti d'accordo; riteniamo che anche la norma precedente salvaguardasse questo valore, ma è condivisibile che si ponga un'esigenza di chiarezza. Tuttavia, ci preoccupa il fatto che la forma usata dal Governo vada oltre le intenzioni. Ad un certo punto si ipotizza una disposizione che sembra segmentare il sistema: da un lato si prevede che agenti, *broker* e compagnie di assicurazione possano liberamente avvalersi di tutti gli intermediari finanziari iscritti nel relativo registro per offrire tali prodotti; dall'altro si stabilisce che le banche e le SIM per far questo debbano avvalersi solo di operatori finanziari.

Questo non corrisponde alla realtà. Da molto tempo banche, SIM e, in particolare, coloro che operano nel campo della promozione finanziaria si avvalgono anche di altri operatori, proprio perché la legislazione non lo impediva e in futuro non lo impedirà, salvo, naturalmente, la doverosa iscrizione alla sezione specifica del registro degli intermediari assicurativi.

Per evitare fraintendimenti abbiamo, allora, proposto una disposizione molto semplice e chiara a cui rinvio. Essa si limita ad affermare che «il presente articolo – l'articolo 30, comma 9, del Testo unico della finanza – si applica anche ai prodotti finanziari diversi da quelli emessi dall'impresa di assicurazione». Secondo noi tale norma risolve i problemi degli agenti, delle compagnie e quelli delle banche e delle SIM.

In questa disposizione, però, vi è un'altra proposta normativa che ci lascia perplessi, con la quale si afferma (sempre all'articolo 30, comma 9) che i soggetti abilitati, cioè le banche e le SIM, non potrebbero iscriversi a quella sezione del registro degli intermediari assicurativi in cui si possono iscrivere gli agenti e i *broker*. La nostra perplessità sorge per diverse ragioni. In primo luogo nel codice di assicurazione vi è una norma che afferma esattamente il contrario, all'articolo 119, comma 2, secondo periodo. Non comprendiamo perché si debba modificare una norma che ha passato il vaglio di una commissione tecnica di grande valore, istituita presso il Ministero delle attività produttive, che ha ricevuto l'apprezzamento del Consiglio di Stato e soprattutto delle competenti Commissioni di Camera e Senato nella passata legislatura. Non vi è un'esigenza di coordinamento, ma solo una norma chiara che va applicata.

Ci chiediamo poi cosa c'entri una disposizione di questo tipo, che riguarda il registro degli intermediari assicurativi, nella normativa sugli in-



intermediari finanziari. Francamente non riusciamo a capirlo. Nella relazione governativa si afferma che questa norma risponde ad esigenze di chiarezza ed univocità. Sono ragioni che francamente non riusciamo a comprendere e pertanto richiamiamo fermamente la vostra attenzione su una norma che, a nostro avviso, distorce il quadro normativo. Vi sono, infatti, banche iscritte all'albo degli agenti e non vediamo per quale ragione dovrebbero cancellarsi e adottare altri meccanismi organizzativi per poter svolgere anche attività di agenzia assicurativa.

Vi è un'ulteriore disposizione che criticiamo. Mi vorrà perdonare il Presidente che ha avuto la compiacenza di ascoltare queste nostre critiche quando sedeva alla Camera dei deputati. Mi riferisco all'obbligo di iscrizione dei promotori finanziari nella sezione degli intermediari assicurativi. Il presidente Benvenuto si è molto impegnato nel contrastare questa norma. Infatti, il parere della Commissione di cui faceva parte andava nel senso di non indurre i promotori a iscriversi a questa sezione del registro, essendo già iscritti all'albo tenuto dalla CONSOB. Per essere iscritti i promotori devono possedere requisiti di onorabilità e professionalità e superare un esame fondato su prove scritte ed orali. Quindi, i requisiti esistono e per mantenere l'iscrizione è necessario conservarli. Non vi era pertanto ragione di imporre questa iscrizione.

Benché il Parlamento avesse dato suggerimenti saggi, non è stato ascoltato e oggi l'ISVAP ha diramato proposte di attuazione di questa norma che determinano proprio ciò che volevamo evitare: un flusso di carte inutili. L'ISVAP propone che siano nuovamente controllati i requisiti di onorabilità e professionalità nonostante i promotori li posseggano proprio per effetto dell'iscrizione ad un albo pubblico tenuto dalla CONSOB. I promotori in attività sono 41.600. Non dico altro per sottolineare l'inutilità di tutto questo spreco. Chiediamo, in prima battuta, che questa previsione normativa sia eliminata anche se ci rendiamo conto che allo stato dei fatti ciò è molto difficile. Avanziamo quindi una richiesta molto sensata: l'iscrizione di diritto in questa sezione del registro degli intermediari assicurativi dei promotori finanziari i quali, essendo già iscritti all'albo dei promotori tenuto dalla CONSOB, sono già in possesso dei requisiti richiesti.

Se il Presidente me lo consente, vorrei passare alle ultime tre osservazioni formulate.

La prima riguarda la circolazione di prodotti finanziari sulla quale non desidero dilungarmi. È una questione molto semplice che riguarda solo un fatto lessicale contenuto nel terzo comma dell'articolo 100-*bis* del Tuf.

Sulle altre due osservazioni mi vorrei soffermare trattandosi di disarmonie da noi individuate all'interno della regolamentazione di settore dell'intermediazione finanziaria, che sottoponiamo alla vostra attenzione perché riteniamo che questa sia la sede di coordinamento opportuna per colmare eventuali lacune o per migliorare l'efficienza del sistema normativo.

La prima osservazione riguarda l'organismo per la tenuta dell'albo dei promotori finanziari, argomento che il presidente Benvenuto conosce

molto bene dal momento che la Commissione alla quale egli partecipava alla Camera dei deputati si impegnò molto perché questa normativa fosse modificata. Così è stato, la normativa è stata modificata in modo meritorio e siamo ora in attesa che la CONSOB dirami il regolamento contenente la disciplina di questo organismo. In proposito mi corre l'obbligo di ricordare che in sede legislativa fu cancellata, a ragione, la norma che attribuiva alla CONSOB il compito di indire le prove valutative per i promotori. Ci saremmo aspettati successivamente un intervento di secondo livello da parte del Ministero dell'economia che modificasse le disposizioni regolamentari in tema di onorabilità e professionalità, riconoscendo espressamente all'organismo il potere di indire gli esami. Ciò è implicito nella normativa varata a suo tempo dal Parlamento, anche se non è scritto espressamente. Visto che sono passati nove mesi e non è avvenuto nulla, cogliamo questa occasione per ricordare questa esigenza di coordinamento al fine di colmare la surriferita lacuna legislativa, suggerendo di integrare il testo dell'articolo 31, comma 5 del Testo unico Draghi inserendo alla fine il riferimento all'organismo previsto al comma 4, dello stesso articolo 31.

L'ultima osservazione riguarda lo *ius poenitendi*, un istituto che fa riferimento espressamente alla materia dell'offerta fuori sede di strumenti finanziari e servizi di investimento e si risolve nella facoltà, riconosciuta all'investitore che propone di effettuare un investimento finanziario, di revocare la propria sottoscrizione entro sette giorni. Recentemente, in attuazione di una direttiva comunitaria che riguarda l'offerta a distanza lo *ius poenitendi* è stato regolato in modo diverso da come attualmente regolato per l'offerta fuori sede. In altri termini, dando attuazione ad una direttiva comunitaria si esclude lo *ius poenitendi* nei casi in cui l'oggetto dei servizi finanziari sia rappresentato da prodotti il cui prezzo – leggo testualmente la disposizione contenuta oggi nella legislazione italiana – dipende da fluttuazioni del mercato finanziario che il fornitore non è in grado di controllare e che possa aver luogo durante il periodo di recesso. Penso, ad esempio, al collocamento di un'azione – il cui andamento non è controllabile dall'emittente essendo un fatto di mercato – o ancor di più a quello di un fondo comune, che è una composizione di tanti titoli per cui il prezzo di quel prodotto è ingovernabile da chi lo emette. In sede comunitaria si è cercato di evitare che l'investitore approfitti di questa facoltà per una finalità speculativa. In altri termini: sottoscrivo un prodotto e poiché il prezzo cala revoco la proposta per un fatto assolutamente contingente. Questo criterio è stato inserito nella normativa italiana ma non nella normativa sullo *ius poenitendi* per l'offerta fuori sede. Tale disarmonia può essere colmata proprio attraverso quel potere di coordinamento che la legge n. 262 affida al Governo attraverso lo strumento del decreto legislativo.

PRESIDENTE. Ringrazio l'avvocato Spallanzani per le osservazioni svolte, che appaiono in linea di continuità con il lavoro realizzato dalla

Commissione finanze della Camera dei deputati, anche se non sempre tale lavoro ha avuto fortuna.

EUFEMI (*UDC*). Ringrazio innanzi tutto il Presidente che ci ha consentito di arricchire le voci sin qui ascoltate, favorendo un migliore orientamento nelle nostre scelte organizzative.

L'aspetto che più mi ha colpito è quello relativa alle modifiche apportate su una materia sulla quale non si sentiva assolutamente l'esigenza di porre mano. Avevo già manifestato la preoccupazione che in questo schema di decreto legislativo vi fosse qualcosa in più, al di là dei principi di delega, e forse alcuni aspetti richiamati dall'avvocato Spallanzani nel suo intervento rientrano proprio fra questi. Non solo ci si è spinti verso un orientamento più ampio rispetto a quello delle Commissioni congiunte Camera e Senato ma si è andati anche ad incidere su una questione sulla quale si è chiaramente al di fuori della linea di coordinamento contenuta nella legge delega. È un'innovazione forte di cui non si sentiva l'esigenza. Tra l'altro, la scelta da noi operata sull'offerta fuori sede era, come ha ricordato il Presidente, di difesa della rete per evitare che vi fosse una caduta occupazionale rispetto a chi svolgeva quel tipo di attività nella prospettiva di far rientrare successivamente tutti all'interno di regole più forti e non per andare verso un loro allentamento. Questo è il punto centrale che dobbiamo cogliere anche in relazione alle critiche avanzate nei confronti di una scelta del legislatore definita troppo debole e che, a mio avviso, si era invece dimostrata forte. Ora ci troviamo di fronte ad un aggravamento dell'ostacolo e a un ritorno al passato. Bisogna per ciò fare in modo che quel presidio legislativo sia mantenuto.

Sono altresì d'accordo sulla necessità di evitare appesantimenti burocratici e sull'opportunità di trovare soluzioni rapide in presenza di situazioni consolidate che hanno già superato il vaglio delle Autorità. Questa era la considerazione che intendevo svolgere relativamente al tema dell'offerta fuori sede che rappresenta una questione politica sostanziale non di poco conto.

PRESIDENTE. Ringraziamo tutti coloro che sono intervenuti per il contributo dato ai nostri lavori.

#### **Audizione di rappresentanti dell'ANASF - Associazione nazionale promotori finanziari**

PRESIDENTE. I nostri lavori proseguono ora con l'audizione dei rappresentanti dell'Associazione nazionale promotori finanziari.

Questa indagine conoscitiva riguarda la legge sul risparmio ma anche lo schema di decreto legislativo emanato ai sensi della delega contenuta nell'articolo 43 della legge n. 262 del 2005, sul quale la Commissione è chiamata ad esprimere il proprio parere entro il prossimo mese di ottobre.

Cedo ora la parola ai nostri ospiti.

*GIANNINI GUAZZUGLI.* Sono il dottor Gianfranco Giannini Guazzugli, consigliere nazionale dell'ANASF.

Signor Presidente, l'Associazione accoglie con favore la presenza di un quadro normativo più ampio e completo e si pone a disposizione del legislatore per tutto ciò che è di sua competenza specifica, essendo di fatto l'organismo più rappresentativo nel mondo del risparmio soprattutto in ambito di attività di promotori finanziari. A tutt'oggi, l'Associazione rappresenta circa 12.000 iscritti su oltre 60.000 operatori del settore, di cui 31.000 effettivamente attivi e operativi. È dunque una presenza assolutamente qualificata.

Uno dei momenti più alti di questa presenza qualificata è rappresentato dal lavoro svolto in merito alla Carta dei diritti dei risparmiatori di cui lasceremo la documentazione. Tale lavoro è un filo conduttore che lega la legge sul risparmio alla nostra attività specifica di operatori del settore, con particolare attenzione al risparmiatore, che è il nostro interlocutore principe.

Nell'ambito specifico del discorso, affrontiamo due punti in particolare. Innanzi tutto l'attuazione dell'Organismo per la tenuta dell'albo unico dei promotori finanziari ci sembra ormai matura, stante il supporto di un quadro normativo assolutamente recente. In secondo luogo individuiamo quale tema importante in riferimento all'emanazione del Codice delle Assicurazioni, il rischio di una duplicazione degli oneri burocratici ma soprattutto di una ancor più inquietante duplicazione dei controlli sull'attività dello stesso soggetto da parte di CONSOB ed ISVAP.

*ROPPO.* Sono Vincenzo Roppo, consulente legale dell'ANASF.

Se il Presidente lo consente, vorrei aggiungere alcune osservazioni su questi due punti specifici. In merito all'organismo per la gestione dell'albo nazionale dei promotori finanziari, ricordo che la legge n. 262 ha ribadito e, direi, rafforzato, una scelta già fatta nel Testo unico della finanza: affidare la gestione operativa dell'albo non più alla CONSOB, come in passato, ma a una nuova struttura formata – questo è il dato più significativo – dalle associazioni rappresentative degli operatori direttamente interessati (per un verso i promotori finanziari, per altro verso essenzialmente le SIM di distribuzione rappresentate da ASSORETI, che avete appena audito, e per altro verso ancora le banche, che anche avete convocato, e l'ABI che sentirete).

Valutiamo con molto favore questa scelta legislativa in cui vediamo l'inclinazione a valorizzare con forza l'autoresponsabilità e la capacità di autonomia e di autogestione degli operatori direttamente interessati, i quali si fanno carico in prima persona di organizzare e gestire l'apparato di controllo e vigilanza sull'attività. Questo per quanto riguarda la valutazione del dato normativo.

Se ci spostiamo però al dato fattuale empirico, dobbiamo rilevare che ad oggi la previsione dell'Organismo come struttura di gestione dell'albo resta ancora sulla carta e non è operativo. Un passaggio decisivo per arrivare alla piena operatività di questa previsione è inevitabilmente rappre-

sentato dall'emanazione ad opera della CONSOB del regolamento che, in base alla legge n. 262, dovrà redigere proprio per definire in termini più puntuali e di dettaglio le modalità di organizzazione e di funzionamento di questa struttura.

Quindi, sotto questo profilo l'ANASF non può che auspicare che la CONSOB provveda quanto prima a questa sua attività regolamentare, posto che solo a valle della stessa è possibile pensare di dare corso sotto il profilo pratico a questa importante novità.

La seconda questione che l'ANASF desidera affrontare è formalmente estranea alla legge n. 262 dal momento che ha come punto di riferimento un altro testo normativo e cioè il Codice delle assicurazioni che, per altro, è stato emanato più o meno nello stesso periodo che ha visto il varo della riforma in materia di risparmio. Nel Codice delle assicurazioni è stata introdotta una novità che, pur in un contesto di previsioni molto opportune che il Codice contiene e che l'Associazione condivide, non riusciamo però a valutare positivamente.

Tale novità, cui il consigliere Guazzugli ha precedentemente accennato, è in sostanza la seguente. Oggi è in atto un'integrazione crescente tra il mercato finanziario in senso stretto e il mercato assicurativo, perché molti prodotti offerti ai destinatari si collocano in una zona grigia tra il prodotto finanziario in senso stretto e il prodotto assicurativo; esistono infatti prodotti assicurativi che hanno un alto contenuto finanziario e sono utilizzati praticamente come impiego del risparmio; mi riferisco, ad esempio, ad un certo tipo di polizze vita. Ciò fa sì che da tempo i promotori finanziari si trovino a distribuire insieme sia prodotti finanziari in senso proprio, sia prodotti assicurativi, valutando di volta in volta quello che meglio si adatta alle esigenze del risparmiatore. Da sempre quest'attività dei promotori finanziari è stata considerata in una cornice unitaria, assoggettata a un regime unitario anche per quello che riguarda i controlli. Intendo dire che qualunque tipo di prodotto assicurativo finanziario il promotore collocasse, quest'ultimo aveva come suo esclusivo punto di riferimento in materia di vigilanza la CONSOB. Con il varo del Codice delle assicurazioni lo scenario è però cambiato e si è introdotta una scissione di regime e quindi una possibile duplicazione di controlli nei confronti dei promotori. Infatti, nella misura in cui i promotori si trovino – come spesso accade – a collocare insieme a prodotti finanziari anche quelli assicurativi, automaticamente sono qualificati come intermediari di assicurazione – oltre che promotori finanziari – e quindi in quanto tali tenuti a iscriversi in un apposito registro tenuto dall'ISVAP.

Se si trattasse solo della duplicazione di oneri di iscrizione non sarebbe un gran male. L'aspetto più delicato si coglie invece nel momento in cui si constata che, oltre alla duplicazione di un passaggio burocratico costituito dall'iscrizione ad un albo o ad un registro, ma vi è anche una duplicazione delle vigilanze e dei controlli, posto che il Codice delle assicurazioni prevede che tutti gli intermediari di assicurazione nel momento in cui collocano prodotti assicurativi siano soggetti a regole di condotta e a controlli e vigilanza da parte dell'ISVAP. In concreto ciò significa che il

promotore finanziario che interloquisce con un cliente sulle opportunità di investimento del suo risparmio o sul puntare su un prodotto finanziario piuttosto che assicurativo, svolge un'attività sostanzialmente unitaria. Ciò però significa anche che, in relazione a questa attività, a quanto ha detto a quel risparmiatore e al modo con cui si è a lui rapportato in quel particolare e unitario contesto, deve essere consapevole di essere sottoposto ad un doppio ordine di controlli, dovendo rispondere per la stessa identica attività contemporaneamente alla CONSOB e all'ISVAP. In questo caso si pone inevitabilmente il rischio di determinare qualche sfasatura nel modo in cui l'una e l'altra Autorità di vigilanza intendono alcune regole e quindi applicano determinati modelli di controllo ed eventualmente di sanzione.

L'ANASF ritiene che tale duplicazione sia per un verso inutile e dannoso perché fonte potenziale di sovrapposizioni e sfasature e che, per altro verso, si ponga in contrasto con una linea di tendenza volta a concepire questo mercato in termini sostanzialmente unitari, al di là delle etichette finanziaria o assicurativa del prodotto distribuito. La nostra Associazione coglie un segnale forte di questa tendenza in una norma dello schema di decreto legislativo varato dal Consiglio dei ministri lo scorso 31 agosto, laddove all'articolo 3, comma 1, lettera c) – come accennato al punto 12 della nostra memoria – si prevede che i controlli di trasparenza di tutta una serie di prodotti assicurativi, in particolare le polizze *unit* e *index linked* siano affidati non all'ISVAP, ma alla CONSOB, proprio perché al di là dell'etichetta nominale assicurativa il contenuto finanziario e quello dell'impiego del risparmio è molto significativo.

Pertanto, sottoponiamo al legislatore l'opportunità di rimeditare, per quanto possibile e nelle sedi più opportune, questa scelta per noi non felicissima del Codice delle assicurazioni.

PRESIDENTE. Ringrazio i nostri ospiti per il loro prezioso contributo. Faccio presente che alcune delle osservazioni da voi poste erano state sottolineate anche dai rappresentanti della COVIP; parere diverso è stato invece espresso oggi dall'Assogestioni e dall'ASSOSIM. In ogni caso la Commissione si ripromette di riflettere approfonditamente su tutte le questioni avanzate.

Nel rinnovare i ringraziamenti agli intervenuti, dichiaro concluse le audizioni odierne e rinvio il seguito dell'indagine conoscitiva in titolo ad altra seduta.

*I lavori terminano alle ore 18,40.*



