

MARIO BESSONE

Mercato mobiliare e tutela degli investitori. Il *Zehn- Punkte –Programm* e le grandi linee del *Finanzmarktplan 2006* (*)

Sia pure con le persistenti incertezze di direttive comunitarie talvolta ancora caratterizzate da una intenzione dirigista (che invece non si ritrova in ambiente di common law), anche il diritto europeo dell'economia finanziaria è ormai decisamente orientato nella direzione di *policies* in linea con le necessità di una economia capitalista di (libero) mercato. *Policies* necessariamente ad un giusto punto di equilibrio tra privato e pubblico. Iniziativa e attività dei soggetti che movimentano l'economia finanziaria appartengono per intero all'universo del diritto privato. E tuttavia si svolgono secondo una dinamica al tempo stesso regolata da norme di diritto pubblico, non escluso il ricorso alle norme del diritto penale che infatti sono numerose e sanzionano l'agire più gravemente deviante configurando fattispecie di reato. Se per ogni comparto dell'economia finanziaria si apprestano speciali ordinamenti di settore ognuno da valutare nella sua assoluta particolarità, sarà poi comunque chiaro che guardando al suo insieme non sono pensabili capitalismo maturo, welfare state ma neppure tutela del risparmio delle famiglie senza una economia finanziaria che sia al tempo stesso <efficiente> e <integra>.

Da ciò gli interventi del legislatore comunitario ma anche le riforme di sistema operate dai legislatori nazionali. E in queste pagine di introduzione al Seminario interessa considerare sia pure in via prima approssimazione significativi svolgimenti della disciplina dei mercati mobiliari. Per essi clamorose vicende di inizio secolo che non si possono considerare soltanto una inquietante successione di episodi di <fallimento> del mercato come si sa dovevano documentare la stringente necessità di interventi normativi con finalità di riforma talvolta di segno molto forte, e davvero all'altezza di fenomeni devianti a grande dimensione che talvolta presentano tutti i caratteri e rischiano le disastrose conseguenze di una autentica crisi di sistema. Interventi normativi di riforma dell'esistente che nel caso italiano sono adesso in corso di molto discussa e tormentata elaborazione. E in presenza di una forte domanda sociale di migliori ordinamenti di questo comparto dell'economia finanziaria presenta certamente interesse una rassegna di normative e di *policies* dei legislatori nazionali che altrove in questi anni sono stati molto numerose offrendo ampia materia ad una comparazione utile.

Motivi di sicuro interesse presentano già le normative del diritto tedesco che nel corso degli anni recenti ha maturato una decisa svolta di sistema, emblematicamente documentata dal *Finanzmarktforderplan 2006* ma anche dalle prescrizioni della *Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes*, l'*AnSVG* del luglio 2004 (e da quanto a dicembre del 2003 si è stabilito con le norme dell'*Investmentmodernisierungsgesetz*). Egualmente indicativa la politica del diritto espressa con il *Deutsche Corporate Governance Codex* da gennaio del 2002 diventato *Regulierungsinstrument* per le società che essendo quotate in mercati azionari sono operatori principali sul mercato della raccolta di capitale di rischio. Più di una pura e semplice rassegna di

interventi legislativi sarà tuttavia utile segnalare l'orientamento e il carattere distintivo con ogni evidenza condivisi dalla intera serie degli interventi legislativi degli anni recenti, essendo in questo senso assai rappresentative le puntuali enunciazioni di principio che dovevano far seguito alla progettazione del *Finanzmarktforderplan 2006* e della *Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes*.

Si impiega un linguaggio di grande chiarezza muovendo dalla considerazione che *< Unternehmenskrisen wegen Missmanagement haben (...) das Vertrauen der Anleger in die Integrität der Unternehmensführungen und damit zugleich das Vertrauen in den Aktienmarkt tief erschüttert >*. E appunto il riscontro di ricorrenti episodi di un agire professionale gravemente deviante, con la conseguente caduta della fiducia del mondo degli investitori quanto alla affidabilità delle allocazioni di portafoglio sul mercato degli strumenti finanziari, più di qualsiasi altro fattore è motivazione politica della codificazione di nuove regole dichiaratamente intese a garantire *< Verbesserung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes >*. Ma se il *Zehn-Punkte –Programm* diventato a marzo del 2003 *Finanzmarktforderplan 2006* è progettazione del futuro che massimamente interessa considerare, ancor prima si deve attenzione alle operanti discipline del *Corporate Governance Codex* e della *Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes* che già dovevano documentare una univoca politica del diritto..

Con la organica articolazione delle sue sette sezioni, il *Deutsche Corporate Governance Codex* per il comparto delle società quotate stabilisce regole di governo societario (e privilegia *standards* di contegno professionale internazionalmente riconosciuti) così da assicurare alle attività di amministrazione e gestione dell'impresa tutta la trasparenza richiesta dalla *Informationsteil* del codice. Per parte sua, la parte del *Codex* che è *Empfehlungsteil* prescrive regole di miglior svolgimento delle indicate attività (e per l'appunto *Verhaltensregeln* consegnate a disposizioni di *best practice* che si devono leggere con la maggior attenzione). Nel contesto di una normativa dichiaratamente intesa a fare la necessaria chiarezza sui diritti dell'azionista a tutto questo si aggiungono infatti non vincolanti ma assai rilevanti indicazioni per una responsabile *Unternehmensführung*. E appunto da una responsabile amministrazione della attività delle imprese maggiormente attive sul lato dell'offerta al pubblico di strumenti finanziari si attendono importanti risultati di incremento della fiducia degli investitori nei diversi settori di industria dell'economia tedesca.

Una volta stabilito che destinatarie delle prescrizioni del *Deutsche Corporate Governance Codex* sono le società quotate, la loro osservanza tuttavia è poi fortemente raccomandata anche alle società non quotate in mercati regolamentati. Si tratta di normative ad ampia valenza e per principio di sistema aperte alla periodica revisione che di tempo in tempo possa rendersi necessaria in considerazione dei mutamenti di contesto dell'economia finanziaria. Ne consegue un consistente apporto al configurarsi di uno speciale diritto dei mercati mobiliari, anche in Germania sempre più orientato in direzione della tutela degli investitori (e in modo particolare degli investitori <risparmiatore>) che è la stessa ragion d'essere delle norme di una *Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes*. E come si preciserà più avanti, anche in questo senso già il *Zehn-Punkte – Programm* del febbraio 2003 indicava una obbligata linea di percorso nella prospettiva delineata dalle progettazioni normative di *Aktionsplan* del legislatore comunitario.

Con le disposizioni della *AnSVG, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes* finalmente il legislatore tedesco ha in ogni caso provveduto ad una più evoluta regolazione delle fattispecie che configurano insider trading o comunque Marktmanipulation e abuso di mercato ,ha innovato nella così rilevante materia del prospetto informativo (estendendo l'ambito di sua obbligatorietà), al tempo stesso integrando il regime della *Ad-hoc-Publizität* (che è informazione dovuta al mercato quanto ai fatti capaci di influenza sul prezzo degli strumenti finanziari) e a sua volta la ha provveduto ad un miglior ordinamento di altre e assai incidenti discipline di mercato mobiliare .Ne risulta confermata una strategia di politica del diritto ancora una volta caratterizzata dall'assunto che operando con pienezza *Markttransparenz* e *Marktintegrität* costituiscono di per sé decisivi fattori di decisivo incremento delle garanzie di protezione dovuta a quanti investono risorse finanziarie in mercati di valori mobiliari.

Valgono le indicazioni di politica del diritto condivise dalle specialistiche normative in materia di gestione collettiva del risparmio (per via di necessaria *Ersetzung* della *Kapitalanlagegesellschaftsgesetz* del) stabilite a dicembre del 2003 con le disposizioni dell' *Investmentgesetz* e più di recente da ciò che prefigura il *Finanzmarktforderplan 2006*,con tutta la estensione di orizzonti a suo tempo già caratterizzante un *Zehn-Punkte –Programm* pensato come organica operazione di ingegneria istituzionale a grandi dimensioni. Quanto a Investmentfonds e forme di gestione collettiva di un portafoglio finanziario in modo particolare occorre accrescere le soglie di trasparenza ,le garanzie di vigilanza e comunque le misure di *Rechtssicherheit*. Alle medesime finalità di tutela del pubblico risparmio guardano in più ampia prospettiva di politica del diritto le progettazioni normative del *Finanzmarktforderplan* che saranno anch'esse precisate più avanti.

Già da ora sarà invece utile segnalare la decisa correlazione tra gli orientamenti espressi con il *Finanzmarktforderplan 2006* e le norme di grande principio che caratterizzano il *Financial Services Action Plan* del legislatore comunitario.Da ciò l'evidente rilievo delle prescrizioni che nel *Finanzmarktforderplan* responsabilità dei soggetti chiamati a svolgere funzioni di governo societario,riforma di regime della revisione contabile, disciplina di società di *rating* e attività degli analisti finanziari,competenze delle autorità di pubblica vigilanza,ordinamento delle possibili fattispecie di reato e altro ancora.Ma integrità di imprese e trasparenza mercato insieme con il necessario incremento delle posizioni di diritto degli investitori(e in modo particolare degli investitori<risparmiatore>) sono come si sa le parole d'ordine e il programma legislativo che alla svolta di inizio secolo accomuna il grande numero degli ordinamenti dell'economia finanziaria ,specialmente per ciò che è regime di un mercato di valori mobiliari ormai multiforme (e a crescente soglia di complessità).

Per guardare soltanto allo scenario del continente europeo si pensi alla legge 26 del luglio 2003 che operando modificazioni di talune disposizioni del *texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas* del dicembre 1989(e assegnando nuove competenze alla *Comisión Nacional del Mercado de Valores*), se persegue finalità di miglior disciplina delle società con azioni quotate dichiaratamente iscrive le sue nuove prescrizioni in un più ampio contesto di garanzie,che sono contestualmente garanzie di <*correcto funcionamiento de los mercados financieros*> e di loro maggior affidabilità , a tutela degli investitori domandandosi perciò che < *se transmite (.....) toda la información relevante para los inversores, que la información que se transmite sea correcta y veraz, y que ésta se transmita de forma simétrica y*

equitativa y en tiempo útil.>. Egualmente rappresentativa la recente evoluzione della legislazione francese. E' infatti con la medesima intenzione di politica del diritto che < *le Parlement français a adopté le 17 juillet 2003 la Loi sur la Sécurité Financière (LSF) pour répondre à la crise de confiance des investisseurs* >.

Crisi di affidabilità del mercato < *née Outre-Atlantique avec les affaires Enron et Worldcom* > ma poi < *relayée en France par des affaires comme Vivendi* >. E la nuova legge di *Sécurité Financière* è normativa < *scindé en trois titres* > tutti caratterizzati da disposizioni di sicuro rilievo. Se un suo titolo aggrega normative di *Sécurité des actionnaires et des épargnants* che si caratterizzano per un contenuto fortemente innovativo, altro titolo della legge stabilisce importanti regole di *Modernisation du contrôle légal des comptes et renforcement de la transparence*, con la costituzione di un *Haut Conseil du Commissariat aux Comptes* (in via breve *HCCC*) chiamato ad esercitare < *une tutelle publique plus directe sur les auditeurs légaux* > (di modo che < *les commissaires aux comptes voient leur rôle renforcé et doivent donner des gages plus solides de leur indépendance* > così da offrire a investitori e mercato < *une information plus développée et plus pertinente* >). Ma più ancora interessa segnalare il titolo di apertura della *Loi sur la Sécurité Financière*.

Con le sue norme infatti disposizioni di *Modernisation des autorités de contrôle, création de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) e surveillance des analystes financiers soumis au contrôle de l'AMF*. Ne consegue l'avvio ad operatività di una nuova Autorité des marchés financiers in modo unitario resa titolare delle competenze regolamentari e di controllo derivate dalla aggregazione dei poteri e delle responsabilità per il passato appartenenti al ruolo istituzionale della *Commission des Opérations de Bourse* (la *COB*), del *Conseil des Marchés Financiers* (il *CMF*) e del *Conseil de Discipline de la Gestion Financière* (il *CDGF*). Da ciò una Autorità amministrativa indipendente nella posizione istituzionale precisata dalle funzioni di pubblica vigilanza che le sono assegnate con puntuale indicazione delle finalità da conseguire, anche in Francia ritenendosi che occorra meglio assicurare *bon fonctionnement des marchés e protection des investisseurs*. E nella più generale prospettiva di una politica del diritto così orientata il caso tedesco si segnala per un percorso normativo che ne precisa la speciale identità.

In passato (e con ampia motivazione del loro assunto) analisi di comparazione attente alla disciplina dei mercati mobiliari avevano più volte espresso valutazioni intese a segnalare i visibili punti di caduta dell'ordinamento tedesco di *securities law*, rilevandosi la distanza che (in negativo) continuava a separare le sue normative dalle discipline dell'industria dei servizi finanziari e dalle garanzie di tutela degli investitori già variamente operanti altrove. Né si trattava soltanto di distanza dai più evoluti ordinamenti dei paesi di *common law*, essendo (in negativo) diffusamente documentata anche la distanza dal grande numero delle legislazioni suscettibili di confronto. E se vero che un organico complesso di speciali normative di mercato mobiliare in ambiente europeo si è spesso configurato soltanto in fase recente, per quanto riguarda il caso tedesco si tratta davvero di *sehr junges Rechtsgebiet* non essendo possibile parlare di un *Kapitalmarktrecht* come ordinamento di settore a diritto speciale (e ben distinto dal *Bankrecht*) se non a far data dagli anni Novanta.

Altro è tuttavia adesso lo scenario del caso tedesco. E in queste pagine semplicemente si segnalano svolgimenti normativi meritevoli di ben più circostanziata valutazione. Penso al valore di principio della disciplina di prospetto informativo e perciò di garanzia della trasparenza e della

informazione di mercato stabilita dalla *Verkaufsprospektgesetz* del 1990 da allora variamente riformata. Disciplina già significativamente riformata nel 1998 e poi in modo particolare dalla legislazione degli anni 2001.2002 ,dovendosi considerare (anche quanto si era a suo tempo disposto con una *Verkaufsprospekt-Verordnung* pure criticamente discussa per la ritenuta insufficienza delle sue prescrizioni ma adesso ancor più) le già richiamate prescrizioni della *AnSVG*, *Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes*. E va sicuramente ricordata la *Erstes Finanzmarktforderungsgesetz* del 1990 che spesso si è rappresentata come normativa di <piccoli passi verso un moderno diritto dei mercati mobiliari > tuttavia riconoscendosi che si trattava pur sempre di <passi>orientati < nella giusta direzione > .

La seconda *Finanzmarktforderungsgesetz* del 1994 ha poi segnato una più consistente svolta di sistema con normative di *Wertpapierhandelsgesetz* che provvedevano a prefigurare il regime di pubblica vigilanza diventato operativo (nel 1995) con la attivazione del *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel* (il *BAWe*), contestualmente disponendosi regole in materia di abusi di mercato e *insider trading*, di assetti azionari delle società quotate in mercati regolamentati e di *Ad-hoc-Publizität*, così da assicurare al mercato l'informazione necessaria per valutare realisticamente il prezzo degli strumenti finanziari che sono oggetto di possibili movimentazioni di portafoglio. E se in queste pagine non è pensabile una esauriente ricognizione di campo risulterà comunque utile segnalare una volta di più gli svolgimenti normativi nella materia degli abusi di mercato e dell'*insider trading*, che nei primi anni Novanta trovava strumenti di prevenzione soltanto in una disciplina privatistica di *self regulation* scarsamente efficace, in forza delle disposizioni della seconda *Wertpapierhandelsgesetz* l'*insider trading* diventando invece contegno configurato come fattispecie di illecito regolata da disposizioni con carattere di imperatività (adesso integrate da quanto stabiliscono le norme della *AnSVG*).

Guardando alle disposizioni della seconda *Wertpapierhandelsgesetz* risaltano poi numerose altre regole a garanzia di integrità del mercato mobiliare, anche in diritto tedesco vincolandosi alla osservanza di crescenti doveri di informazione e di correttezza dell'agire di impresa i soggetti < emittenti strumenti finanziari > attivi sul fronte dell'offerta di valori mobiliari al mercato dei capitali di rischio. Egualmente d'obbligo una segnalazione di rinvio alle normative attivate in materia di regime e garanzie di trasparenza degli assetti azionari, come risultano configurate già dalla terza *Finanzmarktforderungsgesetz* del 1998 (e nel corso del medesimo anno una *Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz* doveva innovare in materia di diritto contabile così come la ha innovato in materia di *corporate governance* e trasparenza della gestione societaria). D'obbligo infine una segnalazione delle disposizioni di regime dell'industria dei servizi finanziari sia pur per semplice rinvio all'evolvere delle normative variamente riferite al comparto di *Kreditinstitute* e *Investmentbanken* (posto che la loro eminente posizione trova riscontro in una complessa trama di regole e di doveri conseguenti all'agire di mercato così come in tutta una serie di *Organisationspflichten*). Nel medesimo comparto va considerata (sarà considerata più avanti) la speciale posizione delle *Investmentgesellschaften*.

E quanto alle forme di gestione collettiva del risparmio si è già riferito della *Ersetzung* della *Kapitalanlagegesellschaftsgesetz* stabilita con le disposizioni della recente *Investmentgesetz*. Da tutto questo (e da ulteriori normative che non si richiameranno) l' assunto generalmente condiviso che in forza degli interventi legislativi degli ultimi anni Novanta l'ordinamento tedesco dei mercati mobiliari già in allora poteva senz'altro comprendersi

nel numero degli evoluti regimi di regolazione dei mercati mobiliari e di tutela degli investitori, molto altro tuttavia occorrendo per corrispondere alle esigenze di una economia finanziaria sempre più connotata da dominanti fattori di competizione sovranazionale (e anche nel caso tedesco da inquietanti vicende di <fallimento del mercato> ovunque così presenti sullo scenario di inizio secolo). Ne dovevano derivare una forte domanda di nuovi interventi legislativi secondo una linea di politica del diritto ampiamente documentata dalla prefigurazione di un nuovo assetto organizzativo delle funzioni di pubblica vigilanza sul modello del <regolatore unico dell'economia finanziaria>, dal maggio 2002 operando la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* originata dalle disposizioni della *Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz – FinDAG* dell'aprile 2002.

Si è provveduto mediante la incorporazione o meglio la di *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe)*, della *Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred)* e della *Versicherungswesen (BAV)* del comparto assicurativo nel *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (in via breve *BaFin*) che ne aggrega e assume le fino ad allora separate attribuzioni di settore, ritenendosi che una *einheitliche staatliche Allfinanzaufsicht über Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute, Versicherungsunternehmen und den Wertpapierhandel* meglio corrisponda alle necessità di vigilanza di una economia finanziaria dove non esistono più separati comparti, e in misura dominante ormai movimentata da aggregazioni di operatori polifunzionali che contestualmente praticano l'intera serie delle possibili attività di intermediazione mobiliare. E la quarta *Finanzmarktforderungsgesetz* stabilisce ulteriori disposizioni di riforma legislativa dell'esistente con grande estensione di campo.

Risaltano disposizioni di deciso incremento (non soltanto dei doveri di disclosure degli emittenti e) delle regole di garanzia a fronte delle possibili fattispecie di conflitto di interessi ma anche regole di disciplina dei director dealings e di transazioni con le parti correlate, regole della attività degli analisti finanziari (ancora una volta disponendosi obbligo di disclosure dei possibili conflitti di interesse), regole di legittimazione processuale a tutela degli investitori e altre che i successivi interventi degli specialisti di materia provvederanno a documentare. Ma sarà bene considerare anche le disposizioni della *Wertpapierubnahmegesetz* in materia di acquisizioni offerte pubbliche di acquisto, perché naturalmente molto ha significato la transizione dalla disciplina di *self regulation* privatistica dell'*Übernahmekodex* del 1995 (poi riformato nel 1988) alla *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz* del gennaio 2002.

Ancora la quarta *Finanzmarktforderungsgesetz* ha infine provveduto a novellare il particolare ordinamento dei mercati di borsa, che nel caso tedesco ha una sua speciale identità essendo regime ancora fortemente caratterizzato dalla *öffentlichrechtliche Struktur der Borse*. Se è vero l'assetto normativo adesso stabilito dalla *Borsengesetz* del giugno 2002 ha registrato consistenti variazioni di disciplina (anche in considerazione del nuovo contesto europeo), e se è da considerare lo spazio di *Selbverwaltungrecht* che ai mercati assicura i necessari poteri di autonoma gestione, la *Novellierung* del loro regime infatti si uniforma pur sempre a regole di fonte giuspubblicistica, confermandosi la preferenza per un modello di loro organizzazione all'origine di una dinamica del comparto per l'appunto <*nicht privatrechtlich sondern öffentlichrechtlich geregelt*>. Ne derivano i caratteri distintivi di una *Duale Organisationsstruktur* che in queste pagine neppure in via di prima approssimazione può essere

documentata comunque più interessando riferire delle garanzie apprestate a tutela degli investitori.

E a tal fine sarà sufficiente riferire degli assetti funzionali e delle modalità di vigilanza sufficientemente documentati da *FWB Frankfurter Wertpapierbörse*, ancor prima dovendosi tuttavia che funzioni *Deutsche Börse Group*. Non sarà poi necessario lungo discorso per ricordare che la Borsa di Francoforte è (non soltanto la principale nel contesto degli otto Wertpapierbörsen operanti in Germania ma anche) uno tra i maggiori mercati finanziari alla scala internazionale. E *Deutsche Börse AG* che è società di sua gestione secondo l'indicata regolazione giuspubblicistica (appunto nella sua qualità di *Trägerin der öffentlich-rechtlichen FWB*) provvede ad assicurare trasparenza del mercato così come efficiente funzionalità degli scambi, mediante un evoluto sistema di tecnologia informatica integrato da un altrettanto efficiente sistema di *settlement* (e opinione largamente condivisa è che *Xetra®* sia una tra le *leading electronic trading platforms in the world*, cosa che concorre a fare della Borsa di Francoforte uno dei mercati maggiormente capaci di attrarre dall'estero imprese di intermediazione mobiliare ma anche investitori particolarmente interessati alla diversificazione di portafoglio).

Un *Marktaufsicht* autorità del genere delle *Supervisory Authorities* ha per suo compito l'assicurare che le attività di mercato si svolgano in modo ordinato e conforme alle norme di loro regolazione, così da <tutelare gli investitori> al tempo stesso occorrendo in ogni senso garantire adeguatezza e integrità del sistema in modo da <*ein möglichst großes Vertrauen in die Marktmechanismen herzustellen*>. Nella sua posizione di *eigenständiges Börsenorgan*, e avvalendosi appunto della sua posizione istituzionale di autonomia un *Handelsüberwachungsstelle* (in via breve l'*HÜST*) svolge poi le funzioni di vigilanza necessarie per assicurare corretto svolgimento delle operazioni di *trading* e la corretta formazione del prezzo, provvedendo a segnalare eventuali irregolarità agli organi di *Geschäftsführung* della Borsa ma anche al *Börsenaufsichtsbehörde*, che (in stretta correlazione con *Ministeriums für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung*) è apparato reso titolare delle competenze quanto a valutazione e sanzione dell'agire in violazione delle regole di mercato.

Per la eventualità di violazioni dei doveri di *disclosure* e di *market manipulations* o in presenza di fattispecie di *insider trading* si sono assegnate competenze a *BaFin*, come si ricorderà il *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* in posizione di <regolatore unico> dell'economia finanziaria. Una volta di più integrità del mercato insieme con tutela dell'investitore si configurano come convergenti fattori di garanzia della efficiente e corretta dinamica dei mercati mobiliari nel caso tedesco sempre guardata nella prospettiva di una interpretazione in senso forte dell'*öffentliche Interesse*. E anche là dove ne emerge con maggior evidenza una sua speciale identità, documentata in modo assolutamente emblematica dal regime della intermediazione finanziaria (che pure in queste pagine non sarà possibile prendere in esame), va considerato in qual misura il diritto tedesco del comparto dei mercati mobiliari si è progressivamente conformato al disegno delle normative comunitarie, essendo comune riscontro che <*in Deutschland bereits über achtig Prozent der kapitalmarktrechtlichen Regelungen durch Vorgaben des europäischen Gesetzgebers veranlasst worden*>.

Spingono in direzione di una uniformazione dell'ordinamento dell'economia finanziaria (non soltanto i vincoli di appartenenza comunitaria ma anche e forse ancor più) i fenomeni di organizzazione sovranazionale di una

industria dei servizi di investimento che per grande parte ormai ignora i confini geografici di territorio, cosa che anche nel caso tedesco è impulso ad una progressiva *Globalisierung der nationalen Kapitalmarkte*. E con la svolta di inizio secolo acquista consistenza reale l'immagine di un diritto europeo dei mercati mobiliari con caratteri di uniformità tali che come ha osservato Siegfried Kumpel < *sodann kann von einem europaischen Kapitalmarkt gesprochen werden*>. Se naturalmente va considerata la distinta identità che ancora connota le normative dei diversi sistemi <paese>, in questo senso sono sempre più condivise (e nel medesimo modo teorizzate) le finalità di politica del diritto ovunque indicate come strutture portanti del sistema. E progettare (e praticare) garanzie di *Anlegerschutz* non è cosa diversa da ciò che nel caso italiano è ordinariamente riassunto dalle formule di estrema sintesi in parole di tutela dell'investitore (con particolare riguardo alla posizione debole dell'investitore <risparmiatori>). Ma lo stesso vale per le strategie di normative che perseguono risultati di *Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes*.

Efficienza di mercati mobiliari davvero trasparenti, loro integrità e capacità competitiva, distinzione di funzioni (e di discipline) a valere per il mercato primario *Emissionsmarkt* e per mercati secondari, regole dell'agire delle imprese di intermediazione finanziaria e perciò *Verhaltensregeln* all'origine dei conseguenti *Verhaltenspflichten* di quanti prestano servizi di investimento, garanzie di stabilità del singolo intermediario e garanzie di stabilità sistemica, razionale e vigilata dinamica dei diversi comparti di mercato dove si scambiano denaro e titoli (con speciale riguardo a quanto sia *AuBörslicher Wertpapierhandel* movimentato per via telematica) così come la attivazione delle necessarie strumentazioni di pubblica vigilanza a loro volta non sono per finalità delle norme (e talvolta per i mezzi impiegati) cosa diversa da ciò che ogni altro ordinamento nazionale della materia naturalmente persegue. E anche in questo senso il *Zehn-Punkte – Programm* diventato a marzo del 2003 il *Finanzmarktförderplan 2006* si segnala per contenuti di sicuro interesse.

Interesse tanto maggiore quanto più si avverte il dichiarato e stringente rapporto di continuità che intercorre tra le progettazioni normative del *Finanzmarktförderplan* e il *Financial Services Action Plan* del legislatore comunitario, i loro punti di consonanza essendo fattore che il legislatore tedesco valorizza secondo comprensibile strategia di adeguamento dell'economia finanziaria <nazionale> alla competizione <sovranazionale> che sarà il fenomeno dominante negli anni a venire. Ma come si è avvertito ancor prima motivazione del progetto sono le esigenze documentate dai *10-Punkte-Programm der Bundesregierung zur Verbesserung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes* del 2002, già in allora essendo ampiamente documentati i fenomeni di crisi di impresa e di *Missmanagement* inevitabilmente diventati fenomeno di fallimento del mercato. Incremento dei diritti dell'investitore e contestuale incremento delle garanzie di trasparenza del mercato in questo senso dovevano essere i più immediati riferimenti per una politica del diritto contestualmente intesa a progettare una strategia di intervento legislativo a grandi dimensioni.

Se già la *Vierte Finanzmarktfördergesetz* aveva segnato progressi in direzione di una maggior capacità competitiva dell'economia finanziaria del paese, insieme a

maggiori garanzie di tutela degli investitori assicurando soglie più elevate di *Integrität, Stabilität und Transparenz des Marktes*, altri e decisi passi avanti nella medesima direzione segna adesso una strategia di politica del diritto che merita davvero attenta considerazione. Naturalmente finalità del

Seminario non è una analisi al dettaglio delle normative che ne sono prefigurate, maggiormente interessando la segnalazione delle indicazioni di principio che sarà utile confrontare con le posizioni adesso nel caso italiano emergenti in una prospettiva di riforma del *Tuf*, il *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* del febbraio 1998 (ma anche del *Tub*, il *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* del settembre 1993 e delle altre disposizioni che variamente costituiscono diritto dei mercati mobiliari). E per la discussione che seguirà segnalo in modo particolare orientamenti normativi che certamente offrono ampia materia ad una fruttuosa riflessione.

Si pensi alla progettazione di più incidenti discipline di per l'agire di impresa, con speciale riguardo alle *börsennotierten Gesellschaften* il riferimento a *Persönliche Haftung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern gegenüber der Gesellschaft* essendo elemento costitutivo di una politica del diritto che trova puntuale riscontro in una strategia di estensione dell'ambito delle *Klagemöglichkeiten geschädigter Anleger* in modo da assicurare effettività alle garanzie di tutela degli investitori anche in via contenziosa. Parte del disegno di insieme sono anche un ulteriore incremento delle garanzie di pubblica vigilanza (nel segno della *Weiterentwicklung des Aufsichtsrechts*) così come (per quanto occorra) un più rigoroso regime di prevenzione e sanzione penalistica di quanti possano essere *Delikte im Kapitalmarktbereich*. E già tutto questo indica con chiarezza che l'orizzonte normativo del *Zehn-Punkte –Programm* diventato a marzo del 2003 il *Finanzmarktforderplan 2006* tutt'altra cosa da un progettare per frammenti, in una materia dove (anche nel caso italiano) servono non interventi <stralcio> intesi a rinviare l'essenziale ad un imprecisato futuro ma per l'appunto organicità di progettazioni secondo un coerente modello di insieme.

Modello e *policies* che nel caso tedesco guardano secondo logica unitaria a regime delle società attive sul mercato della raccolta di capitale di rischio, delle operazioni di intermediazione mobiliare al tempo stesso *Fortführung der Börsenreform* significando indispensabile attenzione alle possibili riforme del mercato di borsa così come in tema di trasparenza e correttezza dell'agire di mercato risulta precisamente definito il neccesso di continuità che lega interventi legislativi e ulteriore adeguamento del *Deutsche Corporate Governance Kodex*. Allo stesso modo (come dovunque) nel contesto di un disegno riformatore occupano posizione di rilievo la prefigurazione della necessaria *Stärkung der Rolle des Abschlussprüfers*, essendo chiaro che non si danno reali incrementi delle garanzie dovute al mercato senza una più stringente disciplina di diritto contabile che molto deve mutare nel mondo della revisione (così come la disciplina di *Bilanzregeln* ormai tutta da pensare nella prospettiva delle prescrizioni di genere sovranazionale). E un modello normativo con carattere di completezza e una strategia a misura dei problemi dell'economia finanziaria finanziaria di inizio secolo necessariamente prefigurano regole a disciplina di *Finanzanalysten* e di *Rating-Agenturen*. Anche da ciò con ogni evidenza elementi per una riflessione utile.