

Papers

Riflessioni intorno ai principi e agli obiettivi della regolazione del mercato dei capitali in Italia

Filippo Zatti

(Ricercatore di Diritto dell'economia nell'Università degli Studi di Firenze)

Abstract The European Commission stated to pursue a Capital Markets Union among its goals. Actually, already on the sixties, it was planned the development of a European capital market trying to identify obstacles to the process of financial integration. Although in a different economic and political context, the Segré Report set out to identify which were the shortcomings of the national capital markets for the effective functioning of the European economy as a whole. After having achieved a monetary and a banking Union, lacking the political one, the goal of a Capital Markets Union could bring with it not only opportunities but also limits to the potential benefits. The idea is to go back over the heritage of the regulation of the capital market in Italy to reflect on the principles and objectives that have identified the developmental ratio as a function of the European process of economic and financial integration. The aim is to foster discussion on the view of a European Capital Markets Union.

Sommario 1. Premessa. – 2. Riflessioni sulla definizione di "mercato dei capitali". – 3. Funzioni del mercato dei capitali e sua disciplina: rapporto tra sviluppo economico e mercato dei capitali. – 4. Principi che presiedono alla disciplina giuridica del mercato dei capitali. – 5. (La più recente) Storia della regolazione del mercato dei capitali in Italia. – 6. L'adeguamento del mercato dei capitali nazionale alle esigenze dell'integrazione economica e finanziaria europea.

1 Premessa

Nel suo discorso davanti al Parlamento europeo del 15 luglio 2014, il Presidente della Commissione europea, Jean-Claude Juncker, ha lanciato l'idea di una Unione dei Mercati dei Capitali (*Capital Markets Union*, d'ora in poi, per brevità, CMU) complementare a quella già adottata per il sistema bancario. Pur dedicando alla CMU solo un breve passaggio del suo discorso, il Presidente Juncker ha tenuto a precisare quali siano le motivazioni di un tale obiettivo: «(la CMU) ridurrebbe il costo della raccolta del capitale, specialmente per le piccole e medie imprese, e aiuterebbe la nostra alta dipendenza dal finanziamento bancario»¹. In realtà, il tema

1 Si v. J.C. JUNCKER, *A New Start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and*

della costruzione di un mercato unico dei capitali è stato oggetto di dibattito sin dalla fondazione della (allora) Comunità Economica Europea (d'ora in poi, CEE). D'altronde, l'introduzione nel Trattato di Roma della libertà di movimento dei capitali, nonché della libertà di stabilimento, ponevano da subito l'esigenza di studiare le possibili forme di integrazione anche per i mercati finanziari dei Paesi membri della (allora) CEE. Il cosiddetto *Rapporto Segré* pubblicato nel novembre 1966 e intitolato *The development of a European Capital Market* ha rappresentato il primo tentativo di individuare quali fossero gli ostacoli impeditivi allo sviluppo di un vero e proprio mercato europeo dei capitali. Certamente, le premesse dalle quali muovevano i componenti della Commissione presieduta da *Claudio Segré* sono assai diverse da quelle dell'attuale contesto economico e politico. Tuttavia, ora come allora, il problema principale sembra ancora essere quello di identificare cosa manchi all'attuale assetto europeo del mercato dei capitali per far funzionare in modo efficiente l'economia reale dell'Unione allo scopo di soddisfare in concreto gli obiettivi definiti all'art. 3, co. 3, TUE². Per capire se si tratterà solo di questo, occorrerà attendere di conoscere cosa inserirà la Commissione europea sotto l'ombrello della CMU; e come i mercati dei capitali dei Paesi Membri dell'Unione siano destinati a trasformarsi anche per effetto di interventi normativi non aventi soltanto lo scopo di una loro armonizzazione e integrazione, a differenza di quanto avvenuto sinora. Il processo iniziato negli anni settanta con le direttive riguardanti l'armonizzazione del diritto societario e la disciplina delle informazioni finanziarie ha subito una definitiva accelerazione, prima, con l'Unione monetaria, e, poi, con l'istituzione di un sistema europeo di vigilanza dei mercati finanziari (SEVIF)³. L'istituzione di regolatori europei del mercato finanziario ha avuto come effetto, tra gli altri, quello di rendere sempre più omogenei i comportamenti delle autorità nazionali competenti di regolazione e ha iniziato un'opera di erosione di sovranità nei confronti degli ordinamenti nazionali dei Paesi Membri dell'Unione. Con la realizzazione di una CMU il ruolo degli ordinamenti nazionali dovrebbe perdere di rilevanza sia in relazione al procedimento attuativo sia nel momento applicativo delle regole sui mercati dei capitali decise a

Democratic Change, Strasburgo, 5 luglio 2014, in http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-14-546_en.htm.

2 Solo a titolo di utilità si riporta, di seguito, il testo: «L'Unione instaura un mercato interno. Si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente. Essa promuove il progresso scientifico e tecnologico».

3 Cfr. S. MAJOUR, *Capital Markets Union: building competitive, efficient capital markets trusted by investors*, Bruxelles, 6 novembre 2014, in <http://www.esma.europa.eu/content/Capital-Markets-Union-building-competitive-efficient-capital-markets-trusted-investors>.

livello europeo⁴. Ciò consentirebbe al legislatore europeo, al fine di agevolare l'interfaccia dei mercati dei capitali dei Paesi Membri, di intervenire, di fatto, nei singoli ordinamenti nazionali sollevando tutta una serie di questioni sui vantaggi e gli svantaggi di una tale decisione politica. Se, da un lato, la dimensione europea del mercato dei capitali potrebbe aumentare l'efficienza delle operazioni e degli operatori, anche prevedendo forme di intermediazione innovative rispetto a quelle bancarie, dall'altro, potrebbe creare le condizioni per un'ulteriore perdita di rilevanza delle piazze finanziarie, per così dire, minori, a favore delle più importanti, in particolare, di quella di Londra. Tale considerazione non costituirebbe un limite ai benefici ottenibili dalla CMU se il procedimento di unificazione si innestasse su una già realizzata Unione politica. Nell'attuale contesto, invece, il tipo di approccio, dirigista o meno, che il legislatore europeo dovrebbe seguire per la realizzazione di una CMU diventerebbe di secondaria importanza. Impulso dirigista o scelta di una *Ordnungspolitik* finanziaria poco importa⁵. In entrambi i casi rischieremmo di inserire nel dibattito sull'ordine giuridico del mercato questioni che, prima di tutto, dipendono dalla concezione che si ha di ordinamento giuridico. L'efficienza del mercato dei capitali, così come l'innovazione contrattuale, non sono, infatti, questioni da considerare esclusivamente sotto il profilo o economico o giuridico come dimostra il lungo processo iniziato quasi mezzo secolo fa con il *Rapporto Segré*.

Si consideri, infine, che la CMU è un obiettivo di lungo termine⁶. E che numerosi sono gli interventi di riforma che, nell'attesa, interessano i mercati dei capitali dei Paesi Membri. La direttiva MIFiD II, già approvata dal Parlamento europeo nell'aprile del 2014⁷, ed il Regolamento MiFIR⁸, introducono importanti novità all'attuale assetto di regolazione del mercato e al quadro normativo posto a tutela degli investitori. Tuttavia, tali misure saranno operative soltanto entro la fine del 2016. Così è per altri provvedimenti normativi che troveranno implementazione negli ordinamenti nazionali dei Paesi Membri in futuro. Tra questi, si segnala, per quanto riguarda la regolamentazione della gestione collettiva degli investimenti, il Regolamento relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine

4 Cfr. R. VEIL, *European Capital Market Law*, Oxford, 2013, p. 478.

5 Cfr. N. VÉRON, *Defining Europe's Capital Market Union*, novembre 2014, in <http://www.bruegel.org>.

6 Nel Libro Verde presentato dalla Commissione europea, *Building a Capital Markets Union*, si pone il 2019 come termine entro il quale realizzare la CMU.

7 Direttiva n. 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva n. 2002/92/CE e la direttiva n. 2011/61/UE.

8 Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

(ELTIFs)⁹, che introduce norme uniformi in materia di rilascio dell'autorizzazione, di politiche di investimento e di condizioni di esercizio per i fondi di investimento alternativi (AIFs) commercializzati nell'Unione europea come ELTIFs.

Dopo il corposo intervento legislativo degli anni successivi alla crisi finanziaria 2007-2008¹⁰, l'opera che attende sia il *policy maker* sia il *regulator* sarà prevalentemente a carattere attuativo/implementativo¹¹. Per questo motivo, il presente scritto, attraverso una riflessione sui principi e sugli obiettivi che hanno sinora guidato la regolazione del mercato dei capitali in Italia, vorrebbe stimolare l'avvio di un dibattito sia sull'impatto che le riforme in via di approvazione/attuazione avranno sull'attuale assetto regolativo, sia su quelli che saranno i costi/benefici derivanti dalla costruzione di una CMU per l'economia del nostro Paese.

2 Riflessioni sulla definizione di “mercato dei capitali”

Dare una definizione di “mercato dei capitali” può essere operazione semplice da realizzare qualora ci si limiti a delinearne i profili meramente economici. L'operazione, invece, rischia di diventare complessa quando ci si ponga l'obiettivo di individuarne la dimensione giuridica. Infatti, accade spesso nel diritto dell'economia che all'immediata connotazione di un fenomeno sotto il profilo economico non corrisponda una altrettanto facile definizione sotto il profilo giuridico. Ciò, in particolare, per le mutevoli forme assumibili dai mercati dei capitali in funzione delle variegata esigenze di governo dei fattori che, nel caso di specie, sono causa e espressione dello scambio tra prenditori di capitale e finanziatori. Dunque, quando si esamina il profilo economico del mercato dei capitali raramente ci si sofferma sull'assetto istituzionale del mercato nel quale vengono scambiati i capitali, né tanto meno sulla “morfologia giuridica” che i mercati ed i capitali possono assumere. Vi è chi ritiene, infatti, che tali aspetti siano più pertinenti a studi di carattere giuridico mirati all'esame/verifica dell'adeguatezza dell'ordinamento nel garantire la tutela degli interessi affidati alla regolazione.

Per la scienza economica il mercato dei capitali è costituito dall'insieme delle emissioni e delle negoziazioni di titoli rappresentativi di prestiti

9 Approvato dal Consiglio il 20 aprile 2015.

10 Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Economic Review of the Financial Regulation Agenda accompanying the document “A reformed financial sector for Europe”*, Bruxelles, 15 maggio 2014, in http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/20140515-erfra-working-document_en.pdf.

11 Cfr. J. HILL, *The Capital Markets Union: breaking down the barriers to completing the single market*, Londra, 17 aprile 2015, in http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-15-4796_en.htm.

monetari e di finanziamenti, con vincolo di credito e/o di capitale. In base a questa definizione, come noto, ci troviamo di fronte a varie tipologie di “mercato dei capitali”. Infatti, il mercato dei capitali può essere distinto in mercato primario o secondario in relazione alla vita dei titoli che sono oggetto di emissione e/o di negoziazione; in mercato monetario o finanziario in base alla scadenza delle operazioni; e, infine, secondo le modalità d’incontro della domanda con l’offerta, in mercati diretti o mercati aperti.

Ciò premesso, nell’ordinamento finanziario nazionale, la locuzione “mercato dei capitali” si ritrova all’interno di quello che è il provvedimento legislativo fondamentale per quanto riguarda l’intermediazione finanziaria, vale a dire, il d.lgs. n. 58/1998 (d’ora in poi, brevemente, t.u.f.), nel testo in vigore, all’art. 1, co. 1-*bis* che riecheggia quello del nono *considerando* della Direttiva n. 93/22/CEE richiamando, invece, letteralmente, il diciottesimo *considerando* della Direttiva c.d. MiFiD. L’art. 1, co. 1-*bis* individua il mercato dei capitali come il mercato nel quale si negoziano quelle particolari «*categorie di valori*» che sono inquadrabili tra i «*valori mobiliari*»¹². Ora, come noto, la nozione giuridica di valore mobiliare, nell’ordinamento nazionale, precede quella di strumento finanziario che si deve, appunto, al recepimento delle direttive di investimento sopra richiamate (v. *infra*, par. 6). E non deve essere confusa con quella di valore mobiliare inquadrato tra gli strumenti finanziari secondo lo schema proposto dal legislatore europeo¹³. Tenendo ben presente che «nella scienza del diritto nulla è più falso dell’assunto per cui *nomina sunt rerum substantia*»¹⁴, e che, tuttavia, «in un contesto normativo dai tratti di spiccata e crescente complessità le forme definitorie possono aiutare ad orientarsi»,¹⁵ la simbiosi della locuzione “mercato dei capitali” con quella di “valore mobiliare” suggerisce che, sotto il profilo giuridico, la sua definizione sia tendenzialmente sovrapponibile a quella di mercato mobiliare o, più correttamente, con quella dei beni che sono oggetto di contrattazione in quello specifico mercato. Ora, le caratteristiche dei beni che vengono scambiati nel mercato mobiliare richiedono al diritto di garantire la “protezione” degli scambi e, quindi,

12 Quali, ad esempio, a) le azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere; d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure.

13 Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati - Il recepimento della MiFiD. Profili sistematici*, 2008, Padova, p. 83 ss.

14 Si v. M. ONZA, L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 567 ss.

15 Si v. A. URBANI, *L’“oggetto” dei servizi e delle attività di investimento*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013, p. 303.

l'efficienza del mercato in cui tali beni vengono scambiati nell'interesse degli emittenti, degli intermediari e dei clienti/investitori/risparmiatori. A tal fine, l'ordinamento ha il compito di individuare almeno le modalità contrattuali più idonee a garantire l'ordinato svolgimento della cessione e dello scambio di diritti su quei particolari beni che sono i "beni mobili di natura finanziaria"¹⁶. L'ordinamento può essere anche chiamato - come è nel caso dei Paesi con un sistema finanziario sviluppato - a regolare l'attività degli intermediari abilitati ad effettuare operazioni finanziarie di collocamento e/o negoziazione di "beni mobili di natura finanziaria". Se si esaminano le norme di diritto positivo relative, direttamente o indirettamente, al mercato dei capitali, ci troviamo di fronte a combinazioni, mutevoli nel tempo, e nello spazio (giurisdizionale) sia della dimensione contrattualistica o privatistica sia di quella istituzionale o pubblicistica. Si ottengono, così, discipline giuridiche distinte in relazione alle modalità di circolazione dei "beni mobili finanziari" nel mercato dei capitali. Così da aversi un diritto speciale del mercato dei capitali - delineato in base alla sede delle stipulazioni, alla tipologia degli intermediari, o, all'oggetto dei contratti - che, in ragione della sua sofisticazione, viene gradatamente a distinguersi dalla disciplina giuridica di diritto comune¹⁷.

Nell'ordinamento nazionale, si osservano fasi diverse in relazione alla prevalenza, nella regolazione del mercato dei capitali, della dimensione privatistica o pubblicistica. La dimensione privatistica è sostanzialmente prevalente fino agli anni venti-trenta del secolo scorso, quando vari provvedimenti legislativi, introducono forme pubblicistiche di controllo sull'emissione dei "beni mobili finanziari" e sulle loro modalità di negoziazione. Le norme di natura legislativa inerenti il mercato dei capitali, fino ad allora, erano riconducibili essenzialmente a quelle previste dal Codice di commercio del 1882 e non esisteva alcuna disciplina specifica relativa alla raccolta del risparmio al di fuori dei canali propri dell'attività bancaria o riferibile allo svolgimento di altre attività finanziarie¹⁸. Per avere, nell'ordinamento nazionale, una disciplina organica della Borsa si dovrà attendere la crisi finanziaria del 1907 e l'intervento del legislatore con quella leg-

16 Cfr. A. PALAZZO, A. SASSI, *Diritto privato del mercato*, Perugia, 2007, p. 516. Per una sistematica ricostruzione del diritto dei titoli di credito, si v., tra gli altri, P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*³, Torino, 2012, p. 141 ss.

17 Nel Libro Verde della Commissione europea, *Building a Capital Markets Union*, si legge a p. 23: «(...) while there has been considerable progress in harmonising rules needed for the transparency and integrity of securities markets, legislation relating to investors' rights in securities differs across Member States. As a result, investors have difficulties assessing the risk of capital investments in different Member States. Discussions on this issue date back more than a decade starting with the Second Giovannini Report in 2003. This issue is, however, complex as it touches on property, contract, corporate and insolvency law, as well as the laws on holding of securities and conflict-of-laws».

18 V. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*⁵, Torino, 2008, p. 19 ss.

ge - l. 20 marzo 1913, n. 272 - che avrebbe costituito per decenni la legge fondamentale del mercato mobiliare¹⁹. Tanto che fino alla metà degli anni ottanta del secolo scorso, nell'ordinamento nazionale, vi è ancora chi parla di diritto della Borsa e non di "diritto del mercato mobiliare"²⁰. La dottrina ha individuato, come momento "fondativo" di una vera e propria disciplina del mercato mobiliare, l'istituzione della CONSOB. Con la trasformazione della CONSOB da *agency* dell'allora Ministero del tesoro ad autorità indipendente (con la l. n. 281/1985) si avvia una modernizzazione del mercato finanziario nazionale alla quale contribuisce, in modo significativo, a partire dagli anni novanta del secolo scorso, una copiosa legislazione europea che, con sempre maggiore incisività sull'assetto del mercato finanziario, sarà recepita nell'ordinamento nazionale²¹.

Prima che il diritto europeo producesse i suoi effetti sull'ordinamento nazionale, le fonti del "diritto di Borsa" erano, per quanto riguarda l'organizzazione delle Borse Valori²², prevalentemente di natura pubblicistica; mentre, quelle relative ai contratti di Borsa erano essenzialmente - eccetto che per rare disposizioni, come quella sulla liquidazione coattiva in caso di inadempimento - di diritto civile²³. Con il diritto europeo (v. *infra*, par. 6), anche l'organizzazione della Borsa, ma direi, più correttamente, del mercato mobiliare, viene sottoposta alla disciplina di fonti di natura privatistica. Così, tutta una serie di norme regolative dell'organizzazione e dell'attività della Borsa, prima sottoposte esclusivamente alla disciplina pubblicistica, vengono trasferite nella competenza di organi di diritto privato, gestori del mercato, ai quali viene riconosciuta dalla legge una propria autonomia nel darsi le regole di organizzazione e di gestione del mercato stesso²⁴. Regole che, come accade nell'ordinamento nazionale, possono riguardare, non soltanto le modalità di negoziazione, ma anche l'ammissione alla quotazione. E, quindi, tornando a far uso della terminologia economica, aspetti regolativi inerenti sia il "mercato secondario" sia, seppur parzialmente, il "mercato primario". Parzialmente, perché il momento dell'emissione e

19 COSTI, *op. cit.*, p. 22.

20 Cfr. C. COLTRO CAMPI, *Lineamenti di diritto di borsa e rassegna di giurisprudenza*, Milano, 1985, p. 3, che definisce il diritto di borsa, in linea generale, come « quella parte del diritto commerciale e amministrativo, che riguarda, da un lato, l'organizzazione delle borse valori, e, dall'altro, le operazioni (contratti) concluse, o in esse, o a mezzo degli intermediari che vi operano, o sui titoli in esse quotati ».

21 Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*⁶, Torino, 2004, p. 9.

22 Ancora basate sulla l. n. 272/1913.

23 Larga parte della disciplina delle operazioni di borsa si trovava anche negli usi il cui accertamento e la cui raccolta veniva periodicamente curata dalle Camere di commercio. Per quella che era la loro efficacia giuridica si rinvia, per un approfondimento, a C. COLTRO CAMPI, *op. cit.*, p. 4.

24 Cfr. M. FOSCHINI, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, p. 96. In particolare, si v. nt. 2.

quello del collocamento di un “bene mobile di natura finanziaria” possono anche non coincidere oppure perché il bene oggetto dell’emissione può non avere le caratteristiche per essere negoziato sul mercato mobiliare. L’emissione del bene di natura finanziaria non avente le caratteristiche della “negoziabilità” è, comunque, disciplinata dal legislatore statale nel t.u.f. e sottoposta al vaglio, in particolare, per la normativa relativa al “prospettivo informativo”, della CONSOB; e per gli obblighi conformativi ed informativi, ai sensi dell’art. 129 t.u.b., alla Banca d’Italia.

L’obiettivo della costruzione di un mercato unico dei servizi finanziari, ritenuto dal legislatore (allora) comunitario un obiettivo strategico in funzione della crescita economica, in particolare, dei Paesi membri dell’Unione, ha spinto il legislatore europeo ad intervenire con sempre maggiore frequenza sulla regolazione del mercato mobiliare nel tentativo di realizzare un’effettiva armonizzazione della legislazione relativa al mercato dei capitali.

3 Funzioni del mercato dei capitali e sua disciplina: rapporto tra sviluppo economico e mercato dei capitali

Sotto un profilo economico, le due principali funzioni del mercato dei capitali possono essere sintetizzate, da un lato, nella riduzione dei costi informativi e transattivi e, dall’altro, nella gestione del rischio finanziario attraverso lo strumento della negoziazione e la tecnica della diversificazione. Si ritiene comunemente che, in ragione delle funzioni svolte, un mercato dei capitali efficiente possa essere utile sia alla formazione del capitale sia all’innovazione tecnologica, entrambe considerate come forze trainanti della crescita economica.

Compito del diritto è quello di garantire l’efficiente funzionamento del mercato non soltanto tutelando i diritti e facendo rispettare i contratti ma anche agevolando la diffusione di informazioni “corrette” in modo che gli investitori possano adottare più consapevolmente le proprie decisioni di investimento. La regolazione del mercato dei capitali può porsi come obiettivo la limitazione di fenomeni tipici anche del sistema finanziario quali la selezione avversa e l’azzardo morale attraverso l’adozione di provvedimenti normativi che migliorino l’efficienza del sistema finanziario aumentando l’ammontare di informazioni disponibili per gli investitori. Quello della trasparenza è un obiettivo strategico per i sistemi capitalistici che, tuttavia, si è dimostrato, per gli ordinamenti del mercato dei capitali che si sono succeduti nel tempo, molto difficile da garantire efficacemente. Si pensi, per quanto riguarda l’ordinamento nazionale, ai *crack* di Cirio e Parmalat.

Un altro obiettivo della disciplina giuridica del mercato dei capitali, in relazione alle funzioni che svolge nel sistema economico, è quello di garantire, attraverso la regolazione e la vigilanza, la sana e prudente gestione degli

intermediari finanziari. In un sistema economico fondato, in particolare, sul capitalismo finanziario, gli intermediari hanno un incentivo ad assumersi rischi sempre maggiori. L'ordinamento può prevedere delle misure legislative che impediscano agli intermediari di assumere rischi finanziari tali da costituire un pericolo per la stabilità del sistema finanziario (non soltanto nazionale). Fino alla fine degli anni ottanta del secolo scorso, l'ordinamento nazionale ha garantito la stabilità del sistema finanziario attraverso provvedimenti normativi limitativi della competitività sia a livello macroeconomico (tra sistemi finanziari) sia a livello microeconomico (tra intermediari). Il sistema economico italiano, infatti, era un sistema chiuso, basato su un sistema valutario incentrato sostanzialmente sul monopolio pubblico dei cambi, ad economia mista, vale a dire con una rilevante presenza dello Stato nella gestione diretta dell'economia. Il sistema finanziario, fondamentalmente incentrato sul sistema bancario, era costruito sulla stratificazione istituzionale degli intermediari. In un tale sistema, fondato sulla stabilità attraverso il riconoscimento costituzionale della tutela del risparmio, la competitività non era considerata tra i principi della disciplina del mercato dei capitali. Con l'avvio della liberalizzazione del sistema finanziario nazionale per effetto dei Trattati e della legislazione europea si crea, in particolare, a partire dagli anni novanta del secolo scorso, un'intrinseca conflittualità tra gli obiettivi della stabilità finanziaria degli intermediari e del mercato dei capitali con quello della competitività, in termini di concorrenza tra gli intermediari e di "apertura" dei mercati finanziari. Tuttavia, la dottrina economica dominante non ha intravisto nel connubio stabilità-competitività un potenziale limite alla regolazione efficiente del mercato dei capitali ma, invece, una fattore di sviluppo per il sistema finanziario e per la crescita economica. In particolare, alla fine degli anni novanta, Rajan e Zingales, in un contributo su crescita e dipendenza finanziaria, concludevano che «lo sviluppo finanziario ha un sostanziale effetto di supporto sul tasso di crescita economica e che opera, almeno parzialmente, sulla riduzione del costo dei finanziamenti esterni nei confronti delle imprese finanziariamente dipendenti»²⁵.

Tra gli economisti, non manca chi non è pienamente convinto della validità di una teoria che correla la crescita economica allo sviluppo del mercato dei capitali. In particolare, Trew sostiene che la maggior parte delle prove empiriche sul nesso tra finanza e crescita sono scollegate dalle teorie che danno una spiegazione delle ragioni in base alle quali lo sviluppo finanziario influenzi la crescita economica²⁶. In effetti, esaminando i dati economici relativi all'Italia si osserva empiricamente come la moderniz-

25 Si v. R. RAJAN, L. ZINGALES, *Financial Dependence and Growth*, in *American Economic Review*, 1998, 88, p. 584.

26 Cfr. A. TREW, *Finance and Growth: A Critical Survey*, in *The Economic Record*, 2006, 82, p. 481 ss.

zazione del sistema finanziario non solo non abbia influenzato la crescita ma non abbia nemmeno inciso, ad esempio, sul ricorso delle imprese alla quotazione di Borsa. Significativo, a tal proposito, che il numero delle società quotate sul mercato di Borsa in Italia sia sceso da duecentonovantuno del 2002 a duecentoquarantanove nel 2012²⁷; e, ancor più, che il rapporto tra la capitalizzazione di Borsa ed il Pil, al 30 giugno 2013, sia pari a circa il venticinque per cento²⁸. Certamente, su questi dati, ha inciso l'andamento sfavorevole della congiuntura economica, in particolare, dopo il 2007. E, probabilmente, anche la cessione di Borsa Italiana s.p.a. al *London Stock Exchange Group*. Al di là delle alternative considerazioni teoriche che possono essere formulate sul rapporto tra sviluppo del mercato finanziario e crescita economica, emerge, invece, con evidenza, la maggiore fondatezza della relazione tra sviluppo del mercato nazionale dei capitali, ordinamenti giuridici di origine e istituzioni politiche nazionali²⁹. Se riprendiamo le conclusioni della relazione di Visentini al convegno «Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti», tenutosi a Napoli il 18 maggio 2007, si trova conferma di quanto sia stata (e sia ancora) rilevante «l'accondiscendenza del mondo politico nel favorire una legislazione che, anche nelle maggiori imprese, personalizza le gestioni, ostacola i controlli, degrada l'affidabilità della contabilità e delle informazioni (apparentemente sovrabbondanti)»³⁰. Sancendo così l'incapacità della politica a garantire l'effettiva tutela di quei principi costituzionali che presiedono alla disciplina del mercato dei capitali e che non possono essere "stracciati" lasciando alle regole del mercato il compito di sanzionare le responsabilità degli operatori.

27 V. Tabella I, p. 730, parte III dell'«Indagine annuale sui titoli azionari ed obbligazionari quotati in Italia e nelle principali Borse internazionali (ottobre 2013)» effettuata da Mediobanca in <http://www.mbres.it>.

28 V. Tabella I, p. 736, parte III dell'«Indagine annuale sui titoli azionari ed obbligazionari quotati in Italia e nelle principali Borse internazionali (ottobre 2013)» effettuata da Mediobanca in <http://www.mbres.it>.

29 Cfr. R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Legal Determinants of External Finance*, in *Journal of Finance*, 1997, 52, p. 1131 ss.; T. BECK, A. DEMIRGUC-KUNT, R. LEVINE, *Law, Politics and Finance*, in *World Bank Policy Research Working Paper*, 2001; P. KEEFER, *Beyond Legal Origin and Checks and Balances Political Credibility, Citizen Information and Financial Sector Development*, in *World Bank Policy Research Working Paper*, 2007.

30 Si v. G. VISENTINI, *La competitività del mercato finanziario italiano; gli obiettivi; le riforme; oggi*, in *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti. Il pendolo del diritto americano e le prospettive del diritto italiano*, a cura di C. Amatucci, V. Buonocore, Milano, 2008, p. 74.

4 Principi che presiedono alla disciplina giuridica del mercato dei capitali

La rilevanza della funzione esercitata dal mercato dei capitali nel sistema economico nazionale si è modificata sostanzialmente in ragione dell'introduzione nell'ordinamento dei principi delineati dalle fonti europee relativamente alla liberalizzazione dei movimenti di capitale e alla prestazione dei servizi nel settore delle imprese di investimento.

L'entrata in vigore della direttiva che sancisce la liberalizzazione dei movimenti di capitale a partire dal 1° luglio 1990³¹, avvia, in Italia, tra gli altri, un processo di riforma della legislazione sul sistema finanziario. Il processo di riforma si rende necessario nella prospettiva di sostenere le politiche economiche che l'Italia, con la ratifica del Trattato di Maastricht, avrebbe dovuto attuare, in particolare, per quanto riguarda le politiche di bilancio e, segnatamente, di privatizzazione degli enti di gestione delle partecipazioni statali e delle società da essi controllate, anche alla luce del "caso" EFIM³².

La riforma del sistema finanziario prende avvio con quella del mercato creditizio che, recepita, in particolare, la seconda Direttiva di coordinamento bancario³³, pone le basi giuridiche per una sua trasformazione dall'essere sistema oligopolistico amministrato a sistema aperto e in libera concorrenza. La riforma procede, più lentamente, per il mercato dei capitali che è oggetto, prima, di una legge sull'intermediazione mobiliare³⁴ e, poi, di una più ampia riforma, con il recepimento della Direttiva c.d. Eurosim³⁵. In questo breve lasso di tempo, i principi posti a presiedere il mercato dei capitali si arricchiscono di quello che, in dottrina, è stato definito come il "quarto pilastro", ovvero, l'insieme dei principi/obiettivi generali introdotti dalle fonti derivate dell'ordinamento europeo³⁶.

Tali principi/obiettivi possono essere individuati, in sintesi, secondo tre macroclassificazioni in relazione alle finalità perseguite dal legislatore: sistemici, settoriali e "microeconomici". Tra i principi/obiettivi inerenti le finalità sistemiche rientrano i principi di stabilità, di efficienza e di trasparenza del mercato finanziario nonché il principio di concorrenza e quello di tutela dei risparmiatori-investitori-clienti. I principi/obiettivi funzionali

31 Direttiva n. 88/361/CE.

32 Su questi temi si rinvia, per un approfondimento, a R. Miccù, *La privatizzazione delle imprese pubbliche*, in *Governi ed Economia. La transizione istituzionale nella XI Legislatura*, a cura di V. Atripaldi, G. Garofalo, C. Gnesutta, P. F. Lotito, Padova, 1998, p. 359 ss.

33 Direttiva n. 89/646/CE.

34 Con la l. n. 1/1991.

35 Si tratta della Direttiva n. 93/22/CE e del d.lgs. n. 415/1996.

36 Cfr. S. AMOROSINO, *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, p. 8 ss.

al perseguimento di finalità settoriali riguardano l'assetto della disciplina giuridica di settore (ad esempio, disposizioni in materia di autorizzazione all'ingresso nel mercato nei settori bancario, mobiliare e assicurativo, ecc.). Infine, per quanto riguarda le finalità "microeconomiche", relative ai singoli operatori finanziari, il legislatore europeo ha individuato nei principi della sana e prudente gestione dell'attività di impresa e nella correttezza dei rapporti con i clienti, i principi/obiettivi che devono guidare l'attività di vigilanza sull'organizzazione e l'attività degli operatori finanziari. In realtà, si tratta di principi in larga parte trasversali rispetto ai macrosettori di classificazione proposti. Tali principi, sia quelli individuati dai Trattati europei sia quelli espressi nelle fonti europee derivate, hanno imposto una "nuova lettura", profondamente diversa rispetto a quella originaria, dei principi costituzionali 'nazionali' della libertà di iniziativa economico-privata³⁷, della tutela del risparmio³⁸ nonché del *favor* del risparmio popolare all'accesso diretto e indiretto nei grandi complessi produttivi del Paese³⁹. Tali principi, come si evince anche dalla lettura degli atti dell'Assemblea costituente, erano stati inseriti nella Carta costituzionale per "cristallizzare" l'assetto istituzionale del mercato finanziario nazionale, nonché la sua disciplina giuridica rintracciabile, sostanzialmente, nella Legge bancaria del '36 -'38. Nella fase temporale che precede il Trattato di Maastricht, la dimensione costituzionale della tutela del risparmio è circoscritta alla funzione-obiettivo di garantire la stabilità di valore della moneta nazionale. In quel contesto economico, politico ed istituzionale il rischio "inflazione" viene considerato il potenziale detonatore dei rischi finanziari tipici di un sistema economico chiuso, basato su un monopolio pubblico dei cambi e con un sistema finanziario sostanzialmente *bank oriented*. Nell'ambiente economico-finanziario creato per effetto dei Trattati europei, il principio della tutela del risparmio è declinato a principio della tutela degli investitori e le direttive chiamate a definire lo strumentario giuridico più idoneo al perseguimento di tale tutela individuano nell'efficienza, nella trasparenza e nella stabilità i principi in base ai quali guidare l'azione degli organi di vigilanza. La vigilanza diventa, così, espressione di un potere di regolamentazione astrattamente funzionale alla realizzazione di tali principi piuttosto che un potere di controllo sugli operatori finanziari finalizzato

37 Art. 41 Cost. Cfr. F. ZATTI, *Riflessioni sull'art. 41 Cost.: la libertà di iniziativa economica privata tra progetti di riforma costituzionale, utilità sociale, principio di concorrenza e delegificazione*, in *Studi in onore di Claudio Rossano*, AA.VV., Napoli, 2013, p. 2235 ss.

38 Artt. 47, co. 1, Cost. e 117, co. 2, lett. e), Cost. Cfr. F. ZATTI, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, AA.VV., Napoli, 2010, p. 1469 ss.

39 Art. 47, co. 2, Cost. Sul tema si rinvia per un approfondimento a M. ATRIPALDI, *Il risparmio finalizzato agli investimenti socialmente rilevanti nell'ordinamento italiano. Dalle prime forme di risparmio alla Costituzione del '48*, Napoli, 2009.

alla materiale definizione dell'indirizzo politico economico-finanziario in chiave di politica pubblica⁴⁰.

La storia della regolazione del mercato dei capitali in Italia, dall'inizio degli anni novanta del secolo scorso in poi, è la storia delle trasformazioni istituzionali e degli interventi legislativi attuati nel tentativo di conformare il sistema finanziario alle esigenze dell'*ambiente* di un mercato europeo dei servizi finanziari sempre più integrato.

5 (La più recente) Storia della regolazione del mercato dei capitali in Italia

Prima di quel periodo, infatti, in Italia, il mercato dei capitali aveva conosciuto uno sviluppo relativamente lento, almeno fino agli anni novanta, quando, come abbiamo visto, si avvia quel processo di riforma della legislazione del mercato finanziario che porta all'emanazione, a breve distanza di tempo l'uno dall'altro, dei due provvedimenti legislativi di disciplina del mercato creditizio e del mercato mobiliare, rispettivamente, con il d.lgs. n. 385/1993 (t.u.b.) e con il t.u.f. In entrambi i casi, il legislatore nazionale ha utilizzato una tecnica di delegificazione con la quale ha definito i principi, appunto, e i criteri generali in base ai quali far intervenire, in via regolamentare, l'autorità di regolazione competente. L'entrata in vigore dei Testi Unici in materia bancaria, prima, e finanziaria, poi, ha coinciso anche con una trasformazione del ruolo istituzionale affidato fino a quel momento alla Banca d'Italia e alla CONSOB. In particolare, quest'ultima autorità, sin dalla fine degli anni ottanta del secolo scorso, si è vista attribuire una serie crescente di poteri che hanno modificato sostanzialmente il ruolo affidatole, alla sua costituzione, dalla legge n. 216/1974. Il modello di vigilanza adottato in quella prima fase, definibile come istituzionale o per soggetti, viene progressivamente sostituito da un modello inquadrabile, già allora, in uno schema di tipo funzionale, sempre più assimilabile ad un modello "per finalità", correlato ai principi/obiettivi che ciascuna autorità di vigilanza è chiamata dalla legge a garantire e a perseguire nell'esercizio della propria specifica attività di vigilanza.

L'evoluzione della norma del Testo unico della finanza che definisce le finalità della vigilanza sugli intermediari diventa emblematica di questa trasformazione. Alla CONSOB, il legislatore nazionale, all'art. 5 t.u.f., affida da subito il compito di vigilare sui soggetti abilitati⁴¹ per quanto riguarda

40 Sul punto si rinvia a F. ZATTI, *La vigilanza tra regolamentazione e controllo. Contributo allo studio della regolazione del mercato mobiliare*, Padova, 2012.

41 Vale a dire «le imprese di investimento, le società di gestione del risparmio, le Sicav nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del t.u. bancario e le banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento»: v. art. 1, co. 1, lett. r), t.u.f.

la trasparenza e la correttezza dei comportamenti. Mentre alla Banca d'Italia attribuisce il compito di vigilare sul contenimento del rischio e sulla stabilità patrimoniale di tali soggetti. Tuttavia, è con il recepimento della Direttiva c.d. MIFiD che il Testo unico della finanza, così come i regolamenti attuativi approvati da CONSOB, sono oggetto di un'ampia riforma che coinvolge anche le modalità della vigilanza del mercato finanziario. In particolare, l'art. 5 t.u.f. viene emendato in modo significativo dalla Direttiva c.d. MIFiD a partire dagli obiettivi che la vigilanza deve perseguire nell'esercizio dei poteri sulle attività svolte dai soggetti abilitati: salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; tutela degli investitori; stabilità e buon funzionamento nonché competitività del sistema finanziario; osservanza delle disposizioni in materia finanziaria. Inoltre, pur confermando la divisione di competenze tra Banca d'Italia e CONSOB, le due autorità di vigilanza devono stipulare un "protocollo d'intesa" avente per oggetto, non soltanto, i compiti di vigilanza affidati a ciascuna di esse e le modalità del loro svolgimento, secondo il criterio della prevalenza delle rispettive funzioni, ma anche lo scambio di informazioni con riferimento alle irregolarità rilevate e ai provvedimenti assunti nell'esercizio dell'attività di vigilanza.

La previsione di strumenti giuridici, quali i "protocolli d'intesa", nella costanza della ripartizione delle funzioni di vigilanza su un numero di autorità pensato per soddisfare le esigenze del modello istituzionale, testimonia della necessità di creare condizioni di collaborazione e cooperazione sempre più strette tra le diverse autorità di vigilanza. In questo senso è intervenuta la legge n. 262/2005 in materia di tutela del risparmio che è stata, di fatto, la risposta legislativa agli scandali finanziari di Cirio e Parmalat e alla vicenda delle "scalate bancarie". L'esigenza di coordinamento e di cooperazione tra le autorità di vigilanza a livello nazionale si è posta anche a livello europeo per ragioni legate alla crescente integrazione del mercato dei capitali europeo e, in particolare, per quelle dettate dall'armonizzazione della vigilanza avviata, di recente, con l'istituzione del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF). Sia gli scandali finanziari, avvenuti anche in Europa nell'ultimo decennio, sia la crisi finanziaria in atto dal 2008 hanno fatto emergere la necessità di colmare, per via legislativa, la carenza informativa e collaborativa esistente tra le autorità di vigilanza. In questa evoluzione dell'assetto istituzionale della vigilanza, la CONSOB, all'interno dell'ordinamento nazionale, si è decisamente rafforzata. Molti dei poteri e delle funzioni introdotte nell'ordinamento nazionale per effetto

vigente nel 1998. Per utilità, ai fini di confronto, si riporta la versione vigente dell'art. 1, co. 1, lett. r): «*le Sim, le imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr; le società di gestione armonizzate con succursale in Italia, le Sicav nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario e le banche italiane, le banche comunitarie con succursale in Italia e le banche extracomunitarie, autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento*».

del recepimento della cospicua legislazione europea in materia di mercati finanziari⁴² dell'ultimo decennio sono stati affidati dal legislatore nazionale ricettizio alla CONSOB. La CONSOB è venuta, così, ad assumere, nel quadro delle autorità nazionali di vigilanza del mercato finanziario un ruolo assolutamente preminente tanto da potersi definire come il "regolatore principale" del mercato dei capitali.

6 L'adeguamento del mercato dei capitali nazionale alle esigenze dell'integrazione economica e finanziaria europea

La maggior parte delle norme di natura legislativa chiamate dall'ordinamento nazionale a disciplinare l'organizzazione ed il funzionamento del mercato dei capitali si trovano, quindi, nei due Testi Unici, rispettivamente, in materia di intermediazione bancaria e finanziaria, che hanno preso forma negli anni novanta del secolo scorso. In quegli anni, prima il Testo unico bancario e, poi, il Testo unico della finanza, introducono nell'ordinamento nazionale un apparato normativo finalizzato ad adeguare il mercato dei capitali nazionale, in particolare, alle esigenze dell'integrazione economica e finanziaria europea. Tra le misure destinate a favorire tale obiettivo vi è quella di introdurre «tecniche in grado di trasformare *assets* non facilmente negoziabili in strumenti finanziari ovvero di consentire il ricorso a processi informatici capaci di garantire nuove modalità di regolamento delle transazioni economiche»⁴³. La *ratio* è stata quella di individuare modelli contrattuali tipizzati e modalità transattive standardizzate che consentissero di agevolare le transazioni finanziarie senza ledere, da un lato, la tutela formale della trasparenza contrattuale delle operazioni di natura finanziaria⁴⁴ e, dall'altro, lo strumentario giuridico disponibile ai fini della lotta al riciclaggio di denaro di provenienza illecita⁴⁵. Il Testo unico della finanza recepisce interamente il modello di governo del mercato finanziario delineato dal legislatore europeo con la Direttiva n. 93/22/CEE e consolidato, con modificazioni, dalla Direttiva c.d. MIFiD. Lo schema di intervento legislativo sul mercato finanziario adottato dal legislatore europeo sin dalla Direttiva n. 93/22/CEE poggia, essenzialmente, su due

42 Direttive in materia di abusi di mercato, di prospetto e di Opa.

43 Si v. F. CAPRIGLIONE, *Fonti normative, in L'ordinamento finanziario italiano*², a cura di F. Capriglione, Padova, 2010, p. 99.

44 Il primo provvedimento legislativo in materia è la l. n. 154/92 recante *Norme per la trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari* poi abrogata dall'art. 161 t.u.b.

45 D.lgs. n. 231/2007 recante *Attuazione della direttiva n. 2005/60/CE concernente la prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo nonché della direttiva n. 2006/70/CE che ne reca misure di esecuzione*.

pilastri, come si può evincere già dai considerando in premessa: le nozioni giuridiche di ‘servizio di investimento’⁴⁶ e quella di ‘mercato regolamentato’⁴⁷. Entrambe le nozioni sono strettamente correlate a quella di “strumento finanziario” che viene introdotta nell’ordinamento nazionale proprio con il recepimento della Direttiva n. 93/22/CEE e della Direttiva n. 93/6/CEE. La nozione giuridica di strumento finanziario accoglie quella di valore mobiliare, già presente nell’ordinamento nazionale⁴⁸, e crea un’area distintiva rispetto alla nozione, più ampia, di “prodotto finanziario”; richiamando, da un lato, la più antica forma di *security* espressa dal *civil law* e, dall’altro, evocando tecniche di redazione normativa di tipo casistico tipiche del *common law*. Le nozioni giuridiche di strumento finanziario e prodotto finanziario svolgono una funzione strumentale alla delimitazione degli ambiti applicativi «di norme di legge dedicate ora alla tutela dei risparmiatori, ora all’attività degli imprenditori finanziari, ora al funzionamento del mercato»⁴⁹. Funzione che risente, evidentemente, di un distinto intervento del legislatore in funzione della tipicità, o meno, dell’investimento finanziario. L’ampia e dettagliata nozione di strumento finanziario fornita dal legislatore europeo nella Direttiva c.d. MIFiD, e riproposta dal legislatore nazionale nel Testo unico della finanza, «si caratterizza per l’articolazione in quattro specie di titoli o contratti (1. valori mobiliari; 2. quote di OICR; 3. strumenti del mercato monetario; 4. strumenti finanziari derivati)»⁵⁰, caratterizzati da una standardizzazione oggettiva (come è, naturalmente, per i valori mobiliari) oppure di natura funzionale quando titoli e contratti sono modellati dagli intermediari «per soddisfare le esigenze di gestione di un rapporto di investimento di massa»⁵¹. La standardizzazione, così come suggerisce la lettura dell’art. 18, co. 5, t.u.f., laddove l’ordinamento nazionale prevede la possibilità di individuare nuovi strumenti finanziari attraverso l’intervento normativo regolamentare del Ministro dell’economia e delle finanze, è manifestazione della duplice esigenza di veder garantiti, contemporaneamente, innovazione tecnica degli strumenti finanziari e un’adeguata vigilanza degli operatori finanziari⁵². L’intento perseguito dal legislatore nazionale, sulla scia di quello europeo, è stato ed è quello di incentivare il ricorso a titoli e

46 Art. 1, co. 5, t.u.f.

47 Art. 61, co. 1, t.u.f.

48 Si v. G. VISENTINI, *I valori mobiliari*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di P. Rescigno, Padova, 1985, XVI.

49 Si v. V. CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, p. 1 ss.

50 CHIONNA, *ibidem*.

51 CHIONNA, *ibidem*.

52 “Norme di adattamento delle autorità europee” (art. 18, co. 5, t.u.f.).

contratti suscumbibili tra gli strumenti finanziari così da limitare l'offerta dei prodotti finanziari. In questa prospettiva, il legislatore nazionale, nel recepire la Direttiva c.d. MIFiD, ha rimosso l'obbligo della concentrazione degli scambi di borsa con l'obiettivo di ampliare le tipologie di mercato nelle quali gli strumenti finanziari possono essere negoziati⁵³. Gli strumenti finanziari possono essere negoziati sia su mercati regolamentati sia su mercati diversi da quelli regolamentati. Con il recepimento della Direttiva n. 93/22/CEE nell'ordinamento nazionale, si è abrogato il R.D.L. n. 272/2013, e l'attività di organizzazione e di gestione del mercato di Borsa è stata "liberalizzata". Con l'entrata in vigore del d.lgs. n. 415/1996, l'organizzazione e la gestione del mercato di Borsa diventa "attività di impresa" sottraendosi alla pervasiva disciplina pubblicistica che l'aveva governata fino a quel momento. Si crea un assetto istituzionale di vigilanza del mercato regolamentato di Borsa basato su uno schema sostanzialmente eteroregolamentativo. In questo tipo di assetto istituzionale, la vigilanza del mercato di Borsa è affidata ad un'autorità di regolazione indipendente anche se il Testo unico della finanza prevede che la società di gestione del mercato regolamentato possa svolgere delle funzioni di vigilanza relativamente all'attività di negoziazione. Nell'ordinamento italiano, il potere di autorizzazione nei confronti delle società di gestione è affidato dal Testo unico alla CONSOB⁵⁴. In alcuni casi, indicati espressamente dal t.u.f., la CONSOB è chiamata a condividere tale potere con la Banca d'Italia⁵⁵ o a delegarlo al Ministro dell'economia e delle finanze che, sentite la CONSOB e la Banca d'Italia, è l'organo amministrativo chiamato ad autorizzare e disciplinare i mercati all'ingrosso dei titoli di Stato⁵⁶. Ai fini dell'autorizzazione, la società di gestione del mercato deve soddisfare specifici parametri finanziari e organizzativi⁵⁷ nonché adottare modelli di *governance* che consentano di garantire, per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo (esponenti aziendali) e per quelli che partecipano al capitale della società di gestione del mercato, requisiti di onorabilità⁵⁸, professionalità⁵⁹ e indipendenza. Tali parametri e requisiti sono stabiliti, rispettivamente, dalla CONSOB e dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la CONSOB, ciascuno

53 Per un approfondimento dei *pros* e dei *cons* dell'obbligo di concentrazione degli scambi si rinvia a M. RAGNO, *La disciplina delle sedi di negoziazione*, in *Banche e mercati finanziari*, a cura di F. Vella, Torino, 2009, p. 331 ss.

54 Art. 63 t.u.f.

55 Art. 63, co. 3, t.u.f.

56 Art. 66 t.u.f.

57 Stabiliti con regolamento dalla CONSOB agli artt. 3 e 4 della Delibera 16191 e succ. mod.

58 Artt. 3 e 5, d.m. 11 novembre 1998, n. 471.

59 Art. 1, d.m. 11 novembre 1998, n. 471.

con proprio regolamento. Oltre al rispetto di tali parametri e requisiti, ai fini dell'esercizio di un mercato regolamentato, la società di gestione del mercato deve deliberare un regolamento del mercato «*conforme alla disciplina comunitaria e (...) idoneo ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori*»⁶⁰. L'art. 62 t.u.f. stabilisce che tale regolamento, avente ad oggetto l'organizzazione e la gestione del mercato, sia deliberato dall'assemblea ordinaria dei soci della società di gestione, o dal consiglio di sorveglianza oppure, infine, se previsto nello statuto della società⁶¹ o quando le azioni sono quotate su un mercato regolamentato⁶², dall'organo amministrativo. Il regolamento del mercato regolamentato, deliberato dalla società di gestione e autorizzato dalla CONSOB⁶³ (ad eccezione di quello del mercato all'ingrosso dei titoli di Stato, autorizzato dal Ministro dell'economia e delle finanze) è la fonte giuridica delle condizioni e delle modalità di ammissione, di esclusione e di sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari dalle negoziazioni; dello svolgimento delle negoziazioni e degli eventuali obblighi degli operatori e degli emittenti; delle modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi; dei tipi di contratti ammessi alle negoziazioni, nonché i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili; per la compensazione, liquidazione e garanzia delle operazioni concluse sui mercati⁶⁴. Ciò nonostante, restano, in capo alla CONSOB, una serie di poteri di vigilanza nei confronti sia della società di gestione sia del mercato regolamentato o dei mercati regolamentati organizzati e gestiti dalla o dalle società di gestione. In particolare, le società di gestione sono soggette alla vigilanza della CONSOB che, a tal fine, «*con le modalità e nei termini da essa stabiliti*»⁶⁵, può richiedere loro «*la comunicazione anche periodica di dati, notizie, atti e documenti, nonché eseguire ispezioni presso le medesime società e richiedere l'esibizione di documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari*»⁶⁶. Inoltre, la CONSOB può esercitare, nei confronti delle società di gestione dei

60 Art. 63, co. 1, lett. b), t.u.f.

61 Art. 62, co. 1, t.u.f.

62 Art. 62, co. 1-bis, t.u.f.

63 La CONSOB non si limita, comunque, ad autorizzare il regolamento del mercato. Il t.u.f. le affida anche il compito di vigilare anche che la regolamentazione del mercato sia idonea ad assicurare l'effettivo conseguimento della trasparenza del mercato, dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni e della tutela degli investitori, potendo anche richiedere alla società di gestione del mercato modifiche della regolamentazione del mercato stesso idonee a eliminare le disfunzioni riscontrate (art. 73, co. 4, t.u.f.).

64 Art. 62, co. 2, t.u.f.

65 Art. 74, co. 2, t.u.f.

66 Art. 74, co. 2, t.u.f.

mercati regolamentati⁶⁷, dei mercati regolamentati stessi⁶⁸ e dei mercati all'ingrosso di titoli di Stato⁶⁹, una serie di poteri, previsti dall'art. 187-*octies* t.u.f., inquadrabili nel *genus* dei poteri di indagine e di accertamento, tipicamente di natura giudiziaria, introdotti nell'ordinamento italiano in recepimento della *Market Abuse Directive*. La CONSOB è dotata anche di poteri di natura sostitutiva quando, in casi di necessità ed urgenza, per le finalità della vigilanza individuate all'art. 74, co. 1, t.u.f. (trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori), può adottare provvedimenti sostituendosi alla società di gestione del mercato.

La CONSOB ha il potere di iscrivere le società di gestione in un albo⁷⁰, i mercati regolamentati in un elenco⁷¹ e «*i mercati riconosciuti ai sensi dell'ordinamento comunitario*» in un'apposita sezione di tale elenco⁷². Inoltre, la CONSOB, stipulando accordi con autorità di regolazione omologhe di ordinamenti extracomunitari, «*può riconoscere mercati esteri di strumenti finanziari (...) al fine di estenderne l'operatività sul territorio della Repubblica*»⁷³. In tal caso, la CONSOB si accerta che «*le informazioni sugli strumenti finanziari e sugli emittenti, le modalità di formazione dei prezzi, le modalità di liquidazione dei contratti, le norme di vigilanza sui mercati e sugli intermediari siano equivalenti a quelli della normativa vigente in Italia e comunque in grado di assicurare adeguata tutela degli investitori*»⁷⁴.

Ad oggi, i mercati regolamentati italiani autorizzati dalla CONSOB e gestiti da Borsa italiana s.p.a. sono il Mercato telematico azionario (MTA) (che corrisponde alla nozione di "Borsa" adottata nel Regolamento emittenti della CONSOB n. 11971 e succ. mod.)⁷⁵, il Mercato telematico degli OICR aperti ed ETC ("ETFplus"), il Mercato telematico delle obbligazioni ("MOT"), il Mercato telematico dei '*securitised derivatives*' ("SeDeX"), il

67 Art. 73, co. 1, t.u.f.

68 Art. 74, co. 4-*bis*, t.u.f.

69 Art. 76, co. 2-*quater*, t.u.f.

70 Art. 73, co. 2, t.u.f.

71 Art. 63, co. 2, t.u.f.

72 Art. 67, co. 1, t.u.f.

73 Art. 67, co. 2, t.u.f.

74 Art. 67, co. 4, t.u.f.

75 Il Mercato telematico azionario (MTA) è il mercato nel quale si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, warrant, diritti di opzione. Sul segmento di mercato MTA sono ammesse società con una capitalizzazione minima di € 40 mln e un flottante pari ad almeno il 25% del capitale sociale. Il MTA ha due segmenti: STAR (Segmento Alti Requisiti o *Segment of High Requirements*, ovvero capitalizzazione delle imprese compresa tra € 40 mln e € 1 mld, 35% di flottante, *corporate governance* allineata agli standard internazionali) e MTA *International* (segmento dedicato alla quotazione di azioni di emittenti di diritto estero già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari).

Mercato telematico degli *'investment vehicles'* ("MIV") e il Mercato degli strumenti derivati ("IDEM"). I mercati regolamentati autorizzati dalla Banca d'Italia, gestiti da MTS s.p.a. e vigilati dalla CONSOB, sono il Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato ("MTS"), il Mercato BondVision per la negoziazione all'ingrosso via internet di titoli di Stato e il Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da Organismi internazionali partecipati da Stati ("MTS Corporate"). I mercati riconosciuti ai sensi dell'art. 67, co. 1, t.u.f., nella prospettiva di un mercato finanziario unico europeo, sono numerosi (attualmente quasi un centinaio) e l'elenco è tenuto presso l'Autorità europea degli strumenti finanziari e del mercato (AESFEM). E, infine, i mercati esteri riconosciuti ai sensi dell'art. 67, co. 2, t.u.f. sono, negli Stati Uniti, il NYSE Liffe, il CBOT, il CME - Globex, l'ICE Futures U.S., il NYMEX e il COMEX; in Svizzera, il SIX Swiss Exchange.

Accanto ai mercati regolamentati, la Direttiva c.d. MIFiD ha introdotto due tipologie di mercati non regolamentati. Si tratta dei sistemi multilaterali di negoziazione e degli internalizzatori sistematici⁷⁶. La gestione di sistemi multilaterali di negoziazione rientra tra i servizi di investimento definiti dal Testo unico della finanza all'art. 1, co. 5⁷⁷ ed è disciplinata dall'art. 77-bis t.u.f. che demanda alla CONSOB, ai fini del loro funzionamento, l'individuazione dei requisiti minimi e degli obblighi che devono essere rispettati dai gestori, vale a dire, dai soggetti abilitati e dalle società di gestione del mercato autorizzati dalla CONSOB. I gestori di sistemi multilaterali, nel momento in cui richiedono l'autorizzazione all'esercizio di tale servizio di investimento, e, successivamente, in occasione di ogni successivo mutamento delle informazioni comunicate, sono tenuti ad inviare alla CONSOB, tra gli altri, l'elenco degli strumenti finanziari e degli operatori finanziari ammessi alle negoziazioni, le regole di funzionamento del sistema e le procedure di vigilanza adottate per assicurare l'integrità del sistema e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni⁷⁸. Sono qualificati come "internalizzatori sistematici", invece, quei «*soggetti che in modo organizzato, frequente e sistematico negoziano per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema*

76 Per quanto riguarda i depositi monetari in euro il legislatore ha previsto la possibilità di attivare anche sistemi multilaterali di scambio dedicati: si v. l'art. 79 t.u.f.

77 Art. 1, co. 5, lett. g), t.u.f.

78 Art. 20 Regolamento Mercati CONSOB (delibera n. 16191 e succ. mod.). I sistemi multilaterali (MTF) autorizzati dalla CONSOB, ad oggi, sono E-Mider e E-Mid Repo (gestiti da E-MID Sim spa); EUROTLX gestito da EUROTLX Sim spa; HI-MTF e HI-MTF "Order driven" (gestiti da HI-MTF Sim spa); AIM ITALIA, EXTRAMOT e Borsa Italiana TAH da Borsa italiana Spa; e, infine, Bond Vision Corporate da MTS Spa. I sistemi multilaterali di negoziazione comunitari sono circa 150.

multilaterale di negoziazione»⁷⁹. Il legislatore affida alla CONSOB il compito di definire in via regolamentare i criteri in base ai quali un soggetto abilitato può essere individuato anche come internalizzatore sistematico e, inoltre, stabilisce quali debbano essere i loro obblighi in materia di pubblicazione di quotazioni, esecuzione di ordini e accesso alle quotazioni⁸⁰. Così come avviene per i mercati regolamentati, anche per quanto riguarda i mercati diversi dai mercati regolamentati, il legislatore affida alla CONSOB la potestà di sospendere od escludere gli strumenti finanziari dalla negoziazione⁸¹. Lo sviluppo dei mercati diversi da quelli regolamentati è stato fortemente disincentivato sia dalle conseguenze economiche prodotte dalla crisi finanziaria del 2007-2008 sia dalle operazioni societarie che hanno interessato le principali società di gestione dei mercati di Borsa nel mondo. La stessa Borsa italiana è stata oggetto di un'operazione societaria che l'ha vista entrare a far parte, nel 2007, del *London Stock Exchange Group* lasciando, comunque, distinte le attività di gestione dei mercati per facilitare l'attività di vigilanza svolta su basi ancora sostanzialmente nazionali dalle autorità competenti nonostante che, a partire del 2011, sia stato istituito il SEVIF.

L'obiettivo della creazione di un mercato europeo dei servizi finanziari⁸², ancor prima che si creassero effettivamente condizioni così stringenti come quelle realizzatesi successivamente con l'aggregazione tra le società nazionali di gestione dei mercati di Borsa⁸³, aveva spinto il legislatore europeo ad approvare una disciplina legislativa dell'ammissione alla quotazione ufficiale sui mercati di Borsa. I criteri generali per l'ammissione a quotazione degli strumenti finanziari, specialmente per quanto riguarda le azioni, ricalcano sostanzialmente quelli stabiliti dalla Direttiva n. 2001/34/CEE riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori. Il Regolamento dei

79 Art. 1, co. 5-ter, t.u.f.

80 Art. 78 t.u.f.; v. anche artt. 21 e 22 del Regolamento Mercati CONSOB (delibera n. 16191 e succ. mod.).

81 Art. 77-bis, co. 2, lett. a), e 77-bis, co. 3, t.u.f.; art. 78, co. 1, t.u.f.

82 2° considerando della Direttiva n. 2001/34/CE: «*Il coordinamento delle condizioni per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale delle borse valori situate od operanti negli Stati membri è tale da rendere equivalente la tutela degli investitori sul piano comunitario, data la maggiore uniformità delle garanzie che tale coordinamento offrirà loro nei vari Stati membri. Esso faciliterà in ciascuno di tali Stati l'ammissione alla quotazione ufficiale di valori mobiliari provenienti dagli altri Stati membri, nonché la quotazione di uno stesso titolo su più borse della Comunità e, di conseguenza, renderà possibile una maggiore interpenetrazione dei mercati nazionali dei valori mobiliari rimuovendo gli ostacoli che la prudenza consente di rimuovere e pertanto si inserisce nella prospettiva della creazione di un mercato europeo dei capitali*».

83 Cfr. F.C. VILLATA, *Gli strumenti finanziari nel diritto internazionale privato*, Milano, 2008, p. 9.

Mercati gestiti e organizzati da Borsa Italiana s.p.a.⁸⁴, infatti, dopo aver specificato quali siano gli strumenti finanziari, emessi da società o enti nazionali o esteri, nonché da Stati o enti sovranazionali, ammissibili a quotazione⁸⁵, stabilisce, richiamando, pur non espressamente, gli artt. 42 e 45 della Direttiva n. 2001/34/CE, quali debbano essere le condizioni generali per l'ammissione⁸⁶ e quelle ulteriori specificamente destinate agli emittenti esteri⁸⁷ e agli emittenti italiani sottoposti ad un ordinamento estero⁸⁸. Tutto il Titolo II della Parte 2 del Regolamento di Borsa Italiana è dedicato alla definizione delle condizioni di ammissione alla quotazione sia in relazione ai requisiti degli emittenti i titoli sia alle caratteristiche dei titoli. L'esistenza di tali requisiti e caratteristiche è verificata da Borsa italiana durante la procedura che viene attivata con la richiesta di ammissione alla quotazione. Da questo momento in poi, scattano in capo all'emittente una serie di obblighi informativi sia nei confronti di Borsa italiana che di CONSOB. In particolare, l'emittente di strumenti finanziari comunitari⁸⁹ o di quote o azioni di Oicr aperti⁹⁰ sarà tenuto a presentare alla CONSOB, ai fini dell'approvazione, un prospetto informativo redatto secondo gli schemi previsti dai regolamenti comunitari che disciplinano la materia⁹¹. Tale prospetto deve essere presentato dagli emittenti anche in caso di offerta al pubblico di prodotti finanziari⁹². La definizione di offerta al pubblico fornita dal Testo unico della finanza collima in tutto con quella fornita dalla Direttiva Prospetto⁹³ eccetto che per il riferirsi, quest'ultima, soltanto agli strumenti finanziari. In effetti, nell'ordinamento italiano, la pubblicazione del prospetto è richiesta anche nel caso di offerta al pubblico di strumenti finanziari "non negoziabili" come sono i prodotti finanziari diversi dai valori mobiliari. Tuttavia, il Testo unico

84 Versione aggiornata al 1° dicembre 2014.

85 Art. 2.1.1 Regolamento Borsa Italiana s.p.a.

86 Art. 2.1.3 Regolamento Borsa Italiana s.p.a.

87 Art. 2.1.4 Regolamento Borsa Italiana s.p.a.

88 Art. 2.1.5 Regolamento Borsa Italiana s.p.a.

89 Art. 93-bis, co. 1, lett. a), t.u.f.: i valori mobiliari e le quote di fondi chiusi.

90 Art. 93-bis, lett. d), t.u.f.: le quote di un fondo comune di investimento di tipo aperto e le azioni di una società di investimento a capitale variabile.

91 Artt. 94 t.u.f.; 98-bis t.u.f.; 113 t.u.f.; 113-bis t.u.f.

92 Art. 1, co. 1, lett. t), t.u.f.: «ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati».

93 Si tratta della Direttiva n. 2003/71/CE come modificata dalla Direttiva n. 2010/73/CE. Entrambe le Direttive sono state recepite nell'ordinamento nazionale con il d.lgs. n. 51/2007 e il d.lgs. n. 184/2012.

prevede, a prescindere dalla tipologia di offerta al pubblico, una serie di deroghe all'obbligo di presentazione o meno del prospetto⁹⁴. Infine, per quanto riguarda le offerte al pubblico di strumenti finanziari comunitari promosse da emittenti aventi la loro sede legale in un paese extracomunitario la CONSOB, nel caso in cui l'Italia sia lo "Stato di origine"⁹⁵, può approvare il prospetto qualora sia stato redatto conformemente a standard internazionali definiti dagli organismi internazionali delle commissioni di vigilanza dei mercati, compresi i *Disclosure Standards* della Iosco e se le informazioni richieste, incluse le informazioni di natura finanziaria, siano equivalenti alle prescrizioni previste dalle disposizioni comunitarie. Tuttavia, se l'offerta è effettuata in Italia come Stato ospitante, la CONSOB può operare in collaborazione con l'autorità competente dello Stato in cui ha sede sociale l'emittente sia quando il prospetto e gli eventuali supplementi approvati non sono notificati secondo le disposizioni comunitarie vigenti sia per ottenere ulteriori informazioni⁹⁶.

Nel Titolo III del t.u.f., relativo agli emittenti, al Capo I, si trovano le norme che disciplinano l'informazione societaria alle quale si devono conformare gli emittenti quotati, i soggetti da questi controllati e agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico. La legislazione vigente in Italia, recependo la legislazione comunitaria in materia di abusi di mercato⁹⁷, di trasparenza⁹⁸ e, per certi aspetti, anche quella relativa ai diritti degli azionisti di società quotate⁹⁹, impone ulteriori obblighi agli emittenti. Infatti, tali direttive influenzano in modo significativo la natura, quantità, qualità e il "momento" nel quale le informazioni che gli emittenti (o gli enti che li controllano) devono comunicare al verificarsi di alcuni eventi o circostanze rilevanti. Il Testo unico dispone a livello legislativo gli obblighi che devono rispettare gli emittenti, quali la diffusione delle informazioni privilegiate, delle informazioni finanziarie, delle informazioni sui piani di compensi, o di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, mentre il Regolamento Emittenti CONSOB¹⁰⁰ contiene la regolamentazione attuativa delle norme legislative del Testo unico della finanza. L'implementazione della "Direttiva Trasparenza" nell'ordinamento italiano ha modificato significativamente le modalità attraverso le quali soddisfare gli obblighi informativi.

Questo, in sintesi, lo schema attuato, per così dire, nell'ordinamento na-

94 Artt. 100 e 100-bis t.u.f.

95 Art. 93-bis, lett. f).

96 Art. 98-bis t.u.f.

97 Direttiva n. 2003/6/CE.

98 Direttiva n. 2004/109/CE.

99 Direttiva n. 2007/36/CE.

100 Approvato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e succ. mod.

zionale per adeguare il mercato dei capitali nazionale alle esigenze dell'integrazione economica e finanziaria europea.

In un volume dedicato al capitalismo italiano, Sandro Trento¹⁰¹ individua nel Testo unico della finanza una delle maggiori e più importanti riforme della fine del secolo scorso, che ha avvicinato la disciplina italiana ai migliori standard internazionali dei mercati dei capitali. Una riforma molto ambiziosa con la quale il legislatore si proponeva non solo di fare un'opera di coordinamento dei provvedimenti legislativi approvati in recepimento delle altrettanto numerose direttive europee emanate in quegli anni, ma anche di ridisegnare lo statuto delle società quotate, rafforzare le tutele degli investitori e i controlli di trasparenza. La speranza era che il Testo unico potesse contribuire all'ampliamento del mercato mobiliare nazionale, incentivando, al contempo, le imprese alla raccolta di risorse esterne. La nuova disciplina, come ricorda Vella nella sua introduzione al commentario del d.lgs. n. 58/1998 del quale è curatore, «doveva, in sostanza, rappresentare l'occasione per rafforzare i presidi di mercato in un assetto produttivo storicamente ancorato al sistema bancario e consentire, quindi, un salto di qualità in grado di rimuovere i vincoli finanziari alla crescita»¹⁰². Probabilmente, si riponevano aspettative troppo elevate nei confronti di un provvedimento legislativo costruito sulla base di un modello di rapporto tra diritto ed economia sostanzialmente immutato e apparso inadatto a "decristallizzare" il mercato dei capitali nazionale. La CMU rappresenta forse l'ultima occasione per rimuovere dall'ordinamento nazionale del mercato dei capitali quelle vischiosità, anche normative, che, sinora, hanno impedito al Paese di porsi efficacemente in posizione concorrenziale con gli altri Paesi europei ad economia avanzata. In caso contrario, la CMU, più che un'opportunità, costituirà un nuovo ed ulteriore ostacolo proprio a quella crescita economica che essa stessa dovrebbe favorire.

101 Cfr. S. TRENTO, *Il capitalismo italiano*, Bologna, 2012.

102 Si v. F. VELLA, *Introduzione*, in *Commentario T.U.F.* a cura di F. Vella, Torino, 2012, I, p. LXXXIX.