

Maria Cristina Quirici

IL MERCATO MOBILIARE

**L'evoluzione strutturale
e normativa**

**Prefazione di
Roberto Caparvi**

FrancoAngeli

Maria Cristina Quirici

IL MERCATO MOBILIARE

**L'evoluzione strutturale
e normativa**

**Prefazione di
Roberto Caparvi**

FrancoAngeli

Copyright © 2010 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

INDICE

Prefazione di Roberto Caparvi pag. XIII

I. La disciplina del mercato mobiliare italiano dalle origini fino all'ingresso nel mercato europeo dei servizi di investimento	”	1
1. Il mercato mobiliare nell'ambito del sistema finanziario: aspetti definitivi	”	1
2. Profili evolutivi dall'istituzione della Borsa Valori fino agli anni novanta	”	14
2.1. La Borsa Valori: dalle origini fino agli anni settanta	”	14
2.2. La Legge n. 216 del 7 giugno 1974 e le successive riforme degli anni ottanta	”	19
3. La prima grande riforma del mercato borsistico italiano: la Legge 2 gennaio 1991, n. 1	”	22
3.1. Verso un nuovo assetto del mercato mobiliare	”	22
3.2. La Legge n. 1 del 2 gennaio 1991 (o “legge sulle SIM”)	”	24
4. Il processo di integrazione finanziaria in ambito comunitario: dal Libro Bianco al mercato unico dei servizi di investimento	”	29
5. I provvedimenti normativi in preparazione al recepimento della direttiva Eurosim	”	35
5.1. Le disposizioni legislative della prima metà degli anni novanta	”	35
5.2. La legge delega n. 52/1996: i principi della riforma	”	37
6. Il decreto Eurosim (D.Lgs. n. 415/1996)	”	39
6.1. Caratteri introduttivi	”	39

6.2. Le scelte del legislatore nazionale a confronto con i principi ispiratori delle direttive comunitarie	pag.	40
6.3. I servizi di investimento: principali caratteri innovativi rispetto alla Legge n. 1/1991	”	43
6.4. Dai valori mobiliari agli strumenti finanziari	”	48
6.5. La trasformazione in senso privatistico dei mercati regolamentati ed il nuovo ruolo della vigilanza pubblica sui mercati privatizzati	”	49
6.6. Le innovative disposizioni sui mercati non regolamentati (SSO)	”	58
7. Le principali tappe del processo di privatizzazione dei mercati regolamentati	”	61
7.1. La costituzione di Borsa Italiana S.p.A.	”	61
7.2. La privatizzazione di MTS e MIF	”	66
II. Il Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria ed i suoi aspetti innovativi rispetto al decreto Eurosim	”	69
1. L’emanazione del Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria (D.Lgs. n. 58/1998)	”	69
1.1. Caratteri peculiari del nuovo testo legislativo	”	69
1.2. Sull’impianto definitivo del TUF e sulle modifiche nella disciplina degli intermediari (un rinvio)	”	75
2. La nuova disciplina della vigilanza sugli intermediari	”	78
2.1. La piena realizzazione della vigilanza per finalità	”	78
2.2. Obiettivi e destinatari della vigilanza pubblica	”	81
2.3. Le forme della vigilanza pubblica (regolamentare, informativa ed ispettiva)	”	82
2.4. La definizione dei gruppi finanziari e le relative forme di vigilanza consolidata	”	86
2.5. La disciplina dei provvedimenti ingiuntivi e delle crisi degli intermediari	”	91
2.5.1. Caratteri generali	”	91
2.5.2. I provvedimenti ingiuntivi	”	93
2.5.3. La disciplina delle crisi	”	96
2.5.4. I sistemi di indennizzo	”	101
2.6. Il nuovo apparato sanzionatorio delineato dal TUF	”	104
2.6.1. Caratteri introduttivi	”	104
2.6.2. Le sanzioni amministrative e la procedura sanzionatoria	”	105

2.6.3. In particolare: le sanzioni applicabili ai promotori finanziari	pag.	110
2.6.4. Le sanzioni penali	”	111
2.6.5. Segue: la riforma della disciplina in caso di <i>insider trading</i> e aggio	”	116
3. Caratteri peculiari ed innovativi della disciplina dei mercati tratteggiata dal TUF	”	123
3.1. La sostanziale conferma in tema di mercati privatizzati rispetto al decreto Eurosim	”	123
3.2. Le forme di vigilanza e controllo sui mercati privatizzati	”	131
3.2.1. La ripartizione delle competenze tra le diverse Autorità	”	131
3.2.2. In particolare: le forme di vigilanza sulle società di gestione dei mercati	”	134
3.2.3. Le forme di vigilanza sui sistemi di compensazione, liquidazione e garanzia delle operazioni su strumenti finanziari	”	138
4. La nuova disciplina in tema di gestione accentrata degli strumenti finanziari	”	144
4.1. La situazione <i>ex ante</i> : la Legge n. 289/1986 e la Monte Titoli S.p.A.	”	144
4.2. Il nuovo sistema delineato dal TUF	”	147
5. La riforma in materia societaria compiuta dal TUF	”	156
5.1. Caratteri introduttivi	”	156
5.2. La nuova disciplina del rapporto tra società quotate e mercato	”	158
5.3. Il governo societario delle imprese quotate ed i relativi controlli	”	161

III. La disciplina degli intermediari mobiliari abilitati alla prestazione dei servizi di investimento dettata dal TUF

1. Le diverse tipologie di intermediari mobiliari in senso stretto	”	165
1.1. Caratteri introduttivi	”	165
1.2. Le imprese di investimento	”	167
1.3. Le banche e gli intermediari finanziari <i>ex elenco</i> art. 107 del T.U. bancario	”	169
1.4. Le società fiduciarie	”	171

1.5. Gli agenti di cambio	pag.	174
2. L'autorizzazione all'esercizio dei servizi di investimento	”	177
3. In particolare: le norme relative al capitale delle SIM	”	181
3.1. L'entità minima del capitale versato	”	181
3.2. La partecipazione al capitale delle SIM	”	183
4. Lo svolgimento dei servizi di investimento	”	186
4.1. Criteri generali e regole di comportamento	”	186
4.2. I contratti di intermediazione finanziaria	”	193
4.3. La prestazione di alcuni specifici servizi di investimento	”	196
4.4. In particolare: l'offerta fuori sede dei servizi finanziari	”	201
4.5. Segue: la disciplina dei promotori finanziari	”	206

IV. La riforma della gestione collettiva del risparmio compiuta dal Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria	”	211
1. Gli OICVM nella disciplina comunitaria	”	211
2. La riforma del risparmio gestito compiuta dal TUF con l'introduzione della società di gestione del risparmio (SGR)	”	216
2.1. Caratteri peculiari della società di gestione del risparmio	”	216
2.2. La disciplina autorizzativa alla gestione collettiva ed individuale del risparmio	”	221
3. La nuova disciplina dei fondi comuni di investimento alla luce dell'introduzione delle SGR	”	224
4. Il completamento della riforma del risparmio gestito affidata dal Testo Unico alla normativa regolamentare	”	234
4.1. I motivi della delegificazione	”	234
4.2. Le tipologie di fondi previste dalla normativa regolamentare Banca d'Italia	”	237
4.3. Ulteriori novità contenute nel provvedimento Banca d'Italia: alcune considerazioni conclusive	”	243
5. Le società di investimento a capitale variabile (SICAV)	”	247
5.1. Elementi caratterizzanti la nuova disciplina	”	247
5.2. SICAV e fondi comuni di investimento a confronto: alcune considerazioni	”	263

V. Una forma di gestione collettiva non disciplinata dal TUF: i fondi pensione	pag. 267
1. Motivazioni e tappe della riforma del sistema previdenziale nazionale	” 267
2. In particolare le riforme recenti: dalla “riforma Maroni”...	” 276
3. ... alla “riforma del TFR” (D.Lgs. 5 dicembre 2005, n. 252)	” 278
3.1. Caratteri introduttivi	” 278
3.2. Le modalità di scelta da parte dei lavoratori	” 281
3.3. Le forme di erogazione della pensione complementare	” 284
3.4. Requisiti e forme per la richiesta di anticipazioni su quanto dovuto dal fondo pensione	” 286
3.5. Le agevolazioni fiscali per i fondi pensione	” 287
3.6. Le misure compensative previste per le imprese	” 288
4. I principi generali della disciplina dei fondi pensione	” 290
5. Le diverse tipologie dei fondi pensione	” 294
6. Organi e soggetti protagonisti del fondo pensione	” 300
7. Il ruolo dei fondi pensione quali investitori istituzionali ed il loro contributo allo sviluppo dei mercati finanziari	” 307
 VI. Il TUF a circa dieci anni dalla sua emanazione: l’impatto determinante del recepimento delle direttive comunitarie previste dal FSAP	 ” 313
1. Sulle variazioni “esogene” ed “endogene” del TUF rispetto all’impianto originario	” 313
1.1. Caratteri introduttivi	” 313
1.2. Sulle modifiche “endogene” prodotte dalla legge sulla tutela del risparmio (Legge n. 262/2005)	” 315
2. Motivazioni e tappe iniziali dell’integrazione dei mercati finanziari comunitari	” 324
3. I passi compiuti dal 1999 per la creazione del mercato finanziario unico in ambito UE	” 328
4. L’approvazione del <i>Financial Services Action Plan</i> (FSAP)	” 331
4.1. Gli obiettivi del FSAP	” 331
4.2. Le principali misure previste dal FSAP	” 337
5. Dal Consiglio europeo di Lisbona all’approvazione del Rapporto <i>Lamfalussy</i>	” 346

6. Sulle forme di controllo del processo di integrazione delineato dalla FSAP	pag. 353
6.1. La creazione del Financial Services Policy Group	” 353
6.2. Segue: l’Inter-Institutional Monitoring Group (IIMG)	” 356
7. Sulla realizzazione del FSAP: alcune considerazioni quali-quantitative	” 359
8. Il Libro Bianco 2005-2010	” 365
9. Il dibattito e le scelte circa l’assetto della vigilanza in ambito comunitario prima della crisi finanziaria	” 369
9.1. I potenziali vantaggi di una autorità unica di vigilanza	” 369
9.2. La scelta della cooperazione con i Comitati Lamfalussy	” 374
10. Dalla crisi finanziaria internazionale a nuove forme di vigilanza integrata sulla base del Rapporto de Larosière	” 376
10.1. La revisione della disciplina della vigilanza in ambito finanziario alla luce della crisi internazionale scoppiata nel 2007	” 376
10.2. Dal Rapporto de Larosière alle recenti proposte di un nuovo assetto della vigilanza integrata comunitaria	” 383

VII. La MiFID: caratteri peculiari e impatto del suo recepimento su intermediari e investitori	” 397
1. L’emanazione della <i>Market in Financial Instruments Directive</i> (2004/39/CE o MiFID)	” 397
1.1. Aspetti introduttivi	” 397
1.2. Caratteri peculiari ed obiettivi della MiFID	” 399
1.3. La MiFID nei suoi contenuti essenziali	” 402
2. Il recepimento della MiFID nel nostro ordinamento (D.Lgs. n. 164/2007)	” 409
2.1. Alcune problematiche connesse al recepimento	” 409
2.2. Sulle principali modifiche apportate al TUF	” 412
3. L’impatto della MiFID sugli intermediari e sui loro rapporti con la clientela	” 418
3.1. La nuova classificazione della clientela	” 418
3.2. Nuove regole di comportamento per una maggiore tutela degli investitori: i test di adeguatezza e di appropriatezza	” 426
3.3. La nuova disciplina della <i>best execution</i>	” 429
3.4. L’ <i>execution policy</i>	” 431

3.5. In particolare: l'approccio integrato per l'esecuzione e la trasmissione di ordini	pag. 433
3.6. <i>L'execution only</i>	" 435
3.7. La regolamentazione degli incentivi (<i>inducements</i>)	" 436
4. Le novità apportate dalla MiFID in tema di "consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari"	" 439
4.1. L'elevazione della consulenza a servizio di investimento: un ritorno al passato	" 439
4.2. Aspetti definitori della consulenza nella MiFID	" 444
4.3. Il consulente finanziario indipendente (<i>fee-only</i>): caratteri peculiari	" 448
4.4. Segue: requisiti e modalità operative di iscrizione all'Albo dei consulenti finanziari indipendenti	" 454
4.5. Un confronto con la disciplina degli agenti collegati (<i>Tied Agents</i>)	" 459
4.6. Definizione e tutela degli analisti finanziari	" 462
5. Per una maggiore trasparenza nei rapporti tra intermediari e clienti: la <i>governance</i> nella MiFID	" 464
5.1. La nuova disciplina in materia di conflitti di interesse	" 464
5.2. La funzione di <i>compliance</i>	" 472
VIII. La MiFID e gli effetti del suo recepimento sui mercati	" 479
1. La caduta dell'obbligo di concentrazione degli scambi e le nuove <i>Trading Venues</i>	" 479
2. Mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione (MTF): caratteri peculiari a confronto	" 483
2.1. La fine dei Sistemi di Scambi Organizzati (SSO)	" 483
2.2. MTF e MR a confronto	" 485
2.3. I requisiti di ammissione degli strumenti finanziari sui mercati regolamentati	" 489
3. L'internalizzatore sistematico (IS)	" 490
3.1. Caratteri definitori degli IS	" 490
3.2. Inizio e cessazione dell'attività di internalizzatore sistematico	" 492
3.3. Sui principali obblighi informativi degli IS	" 493
3.4. La negoziazione per conto proprio svolta da un IS: caratteri peculiari	" 495
4. La <i>best execution</i> quale elemento di scelta della <i>trading venue</i> da parte dell'intermediario	" 497

5. Le regole di trasparenza degli scambi (<i>market transparency</i>)	pag. 501
5.1. Aspetti introduttivi	” 501
5.2. Trasparenza <i>pre-trade</i> per MR e MTF su azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati	” 505
5.3. Trasparenza <i>post-trade</i> per MR e MTF su azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati	” 508
5.4. L’informativa <i>pre</i> e <i>post-trade</i> degli internalizzatori sistematici	” 512
5.5. Trasparenza <i>pre</i> e <i>post-trade</i> su strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati	” 515
6. Il regime di segnalazione delle operazioni effettuate (<i>transaction reporting</i>)	” 517
Bibliografia	” 523

PREFAZIONE

Il lavoro raccoglie i frutti di vari anni di insegnamento attinente al corso di Tecnica di Borsa della nostra Facoltà, nei quali si sono inseriti di volta in volta contributi più specificatamente operativi da parte di esperti del settore.

Il riconoscimento, nondimeno, va ad alcuni miei collaboratori che nella sostanza hanno steso il testo e curato gli incessanti aggiornamenti e adeguamenti che hanno interessato la nostra Borsa Valori ed in senso più ampio il mercato mobiliare italiano negli ultimi lustri.

La trattazione consta di due parti, per complessivi dieci capitoli, di cui la prima è volta ad illustrare e discutere gli aspetti normativi ed organizzativi di siffatto mercato altamente specializzato, mentre la seconda ne considera la funzionalità ovvero le tecniche operative che nella loro più recente evoluzione includono le contrattazioni dei prodotti cosiddetti derivati.

Nonostante che l'opera sia piuttosto esaustiva, in quanto tiene conto pure della nuova legislazione sui mercati finanziari, essa avrebbe potuto comprendere una terza parte concernente l'orientamento alle scelte degli investimenti basate su indagini di mercato come l'analisi fondamentale e l'analisi tecnica.

Ebbene sia per limiti di programma, sia per le dimensioni assumibili dal volume che avesse incluso anche tale parte e sia, soprattutto, per l'alto contenuto specialistico della medesima, la quale si avvale di strumenti avanzati di tipo matematico-statistico ed informatico, secondo i contributi teorici di Scuole appartenenti a continenti diversi, è stato ritenuto di farne una trattazione a sé stante.

Oggi la Borsa sta attraversando un periodo di euforia che ha contagiato le più lontane periferie.

Tutti sono attratti dalle inusitate *performances* dei corsi dei vari titoli nonché delle variazioni degli indici di listino; tutti si ritengono esperti, anche senza titolo, incoraggiati dai risultati conseguiti.

Non è qui il caso di richiamare le diverse circostanze come pure la disparata natura dei molteplici fattori d'influenza che spiegano un tale clima di entusiasmo.

Sebbene molti di essi siano giustificati, molti altri non lo sono; e questo per significare che l'insidia è sempre dietro l'angolo.

Così come l'inflazione attesa genera nuova inflazione pure gli attesi rialzi concorrono a generare ulteriori rialzi, non accorgendosi più ad un certo momento che si sono persi i contatti con la realtà.

Non bisogna dimenticare le lezioni del passato lontano e recente che molti dispiaceri ha dato al vasto pubblico dei risparmiatori e degli stessi speculatori, onde non v'è esperto di sorta che possa prevedere gli accadimenti futuri taluni dei quali si manifestano improvvisamente, tanti e tali sono i fatti che possono influire sugli andamenti di borsa o su alcuni suoi titoli.

I valori finanziari per il fatto stesso che sono "pezzi di carta" a differenza della materialità di altri valori soggiacciono a un effetto di auto-gonfiamento e per tal modo possono assumere la consistenza di "bolle di sapone".

Quante fortune infatti sono scomparse in brevissimo volgere di tempo.

Se ciò vale in generale a maggior ragione vale per la nostra Borsa che, nonostante gli ammodernamenti conseguiti, resta un piccolo mercato sempre esposto alle manovre dei grandi speculatori interni ed esterni comprese le politiche dei grandi emittenti.

L'impressione è anche quella che si proceda per processi imitativi e che per certi versi si riveda quanto già accaduto nell'85 e nella prima parte dell'86 con l'auspicio che non si ripeta la traumatica inversione di tendenza di allora, giacché la Borsa italiana dal '50 ad oggi ha proceduto a scatti, alternando brevi periodi di ripresa a lunghissimi periodi di stasi o di crisi, con ciò contribuendo ad alterare la fisiologica circolazione della ricchezza finanziaria sul mercato.

Pertanto non è del tutto scontato ancorché inconcepibile che il mercato dei capitali di rischio sia potuto stare per oltre un decennio inattivo.

In conclusione le conoscenze dovrebbero servire e servono per il retto operare, ma sia beninteso che non esistono ricette valide in assoluto, perciò il mercato dovrebbe essere improntato ad una maggiore cautela giacché il futuro delle economie e della nostra in particolare non è scevro da molteplici incertezze e sacrifici.

Roberto Caparvi

Università di Pisa, marzo 1998

* * *

Essendosi esaurita l'edizione precedente, con varie ristampe, nel rimettere mano al presente lavoro sorprendono le considerazioni, quasi profetiche, da noi svolte a proposito dell'andamento dei mercati.

Una loro attenta rilettura è non solo auspicabile, ma più che mai consigliabile per tutti gli addetti alle negoziazioni finanziarie.

Per quanto l'argomento possa essere meritevole di una rivisitazione nel prosieguo del discorso, è innanzi tutto opportuno sottolineare il grande sforzo innovativo, oltre che di aggiornamento, compiuto dagli Autori nel rivedere l'intera materia.

In breve, sono stati aggiunti quattro capitoli e la suddivisione è passata da due a tre parti, ciascuna volendo realizzare un maggior razionamento di impostazione e, nell'insieme, conferire una migliore organicità a tutte le variabili strutturali e funzionali, nonché oggettive e soggettive, che sono state approfonditamente trattate dall'ultima Riforma disciplinante l'intermediazione finanziaria.

Non è superfluo altresì rilevare che la trattazione attuale, rispetto a quella originaria, ha subito in corso d'opera continui ritocchi sì da apparire il più possibile "*up to date*" nei confronti di un filone, la Borsa, che più di ogni altro è stato innovato ed è oggetto di continue revisioni: basti dire che con riguardo all'*Insider trading* e all'Aggiornamento, peraltro trattati dal TUF, è stata emanata di recente una Direttiva comunitaria sul "*Market abuse*", non ancora da noi recepita, e ciò per sottolineare la delicatezza di tali aspetti, in quanto elementi di turbativa grave circa il regolare svolgimento operativo. Analogamente,

va ricordata un'altra Direttiva che definisce i Conglomerati finanziari, di cui ovviamente occorre tener conto anche se non ha ancora ricevuto il nostro *imprimatur* legislativo; senza menzionare, per così dire, la riconsiderazione di un altro fenomeno molto rilevante come l'OPA, nelle sue più disparate applicazioni, anch'esso in attesa di una prossima disciplina comunitaria.

Ampio risalto, nella sostanza, è stato dato alle principali tematiche attinenti alla regolamentazione dei mercati, alla vigilanza, alla tipologia degli strumenti finanziari, alla variegata fisionomia degli operatori, con rilievo pure dell'importanza della circolazione delle informazioni e quindi della trasparenza, nell'ottica di una maggiore tutela delle minoranze e dei risparmiatori in genere.

Il che spiega pure la riforma, attualmente rivisitata, della disciplina degli aspetti interni delle Società quotate, aspetti che con espressione anglosassone attengono alla *Corporate governance* e che nella fattispecie riguardano gli assetti proprietari, la protezione delle minoranze, le deleghe di voto, le azioni di risparmio, il Collegio sindacale e la Revisione contabile.

Proseguendo, si richiama l'attenzione sugli approfondimenti inerenti agli strumenti finanziari derivati, così come su altri strumenti relativamente recenti quali i *Covered Warrant* e le obbligazioni bancarie, nella loro diversificazione ed alto grado di sofisticazione, nonché, in tema di nuove quotazioni, sulle I.P.O. (*Initial Public Offering*) che, rientrando nella sollecitazione di acquisizione di pubblico risparmio, a prescindere dalle procedure previste, conferiscono nuovi impulsi al mercato primario per un auspicabile ampliamento dei listini.

Fondamentale è pure l'ultima parte il cui fulcro, pur essendo costituito dagli aspetti tecnico-operativi, è apprezzabile per la puntuale analisi delle condizioni di efficienza che sempre dovrebbero distinguere i vari mercati e per la nuova impostazione data agli assetti operativi con attenzione rivolta alla microstruttura o, meglio, segmentazione dei vari mercati, onde si discorre per esempio di Nuovo Mercato, di Mercato dei *Covered Warrant*, dei Derivati, del Reddito fisso e via elencando.

Interessante è tra l'altro notare che dal punto di vista dell'efficienza sul piano funzionale emergono appunto le caratteristiche dello strumento finanziario, il quale può essere più o meno liquido, e in ogni caso questo, gli intermediari e la forma di mercato, nelle loro interdipendenze, concorrono a definire il livello di efficienza.

Ovviamente, nell'ambito dei Contratti di Borsa, e quindi delle procedure e delle tecniche secondo cui si svolgono le negoziazioni, oltre a quanto già osservato si rileva che vi è uno spostamento crescente verso il nuovo, dai premi alle *options* e ai *futures*, come pure si annoverano nuove strategie di intervento come l'*intra day*.

Nel prendere atto, dunque, dell'evoluzione intercorsa dal '98 ad oggi, resta a ogni modo l'impressione che le anomalie e turbative dei mercati non dipendano tanto da carenze tecnico-operative, anzi, quanto piuttosto da discipline e regolamentazioni inadeguate o in ritardo rispetto all'accadimento di taluni fenomeni. Ciò vale, per i nessi di dipendenza tra i mercati, in specie se si volge lo sguardo allo scenario internazionale.

Troppo facile sarebbe il commento degli errori compiuti ed emersi durante l'inversione di tendenza e, quindi, nel perdurare della crisi dei mercati dopo quanto da noi incisivamente richiamato nella Prefazione precedente, frutto di studi e di svariati decenni di osservazioni dei loro accadimenti.

Certo, gli errori compiuti dalle varie componenti o come si suol dire dagli addetti ai lavori, complessivamente considerati nelle loro differenziate ed ultra specializzate posizioni, hanno superato le più pessimistiche previsioni.

In Europa e negli Stati Uniti gravi perdite hanno subito gli azionisti o, meglio, i risparmiatori in generale. Qualcuno ha sostenuto, ed è vero, che vi è stata una vera e propria espropriazione a danno delle minoranze e questo non solo per comportamenti spregiudicati o improvvidi, ma anche illeciti o fraudolenti. La lezione amara è che non impareremo mai, perché non vogliamo imparare.

Comunque, fuori dagli intrighi e dai processi imitativi in cui tutti si sentono i primi della classe, gioverà sempre non staccare la finanza dall'economia reale, non dare eccessiva enfasi al nuovo, il quale poi sempre si ridimensiona, e mai operare deliberatamente a scapito dei più deboli.

Prudenza e trasparenza, oltre alla Scuola, sono la via maestra.

Roberto Caparvi

Università di Pisa, luglio 2003

* * *

XVII

Questa terza edizione, che vede la luce in due volumi distinti ma organicamente collegati, si rifà alle precedenti, di cui si ricorda la prima, dal titolo *Il nuovo mercato mobiliare italiano* del 1998, e la seconda, più incisivamente, avendo assorbito ed attuato i sostanziali ammodernamenti eurocomunitari degli ultimi lustri, intitolata *Il mercato mobiliare italiano. Strutture e tendenze evolutive* del 2003.

Ebbene, questo primo volume, da me seguito e frutto di un'assidua e annosa ricerca di Maria Cristina Quirici, docente della materia in discorso, riguarda, come si evince dal titolo, l'ampia panoramica dei cambiamenti normativi ed organizzativi che hanno interessato nel tempo attori e strutture dei mercati finanziari. Non è ozioso, qui, richiamarne i principali contenuti.

In primo luogo sono state delineate le riforme che dalle origini della nostra Borsa Valori ci hanno portato all'interno del mercato unico dei servizi di investimento, passando attraverso la legge sulle Sim del 1991 ed il processo di integrazione finanziaria in ambito comunitario, fino al decreto Eurosim (D.Lgs. n. 415/1996) che ha recepito la *Investment Services Directive*, o direttiva Eurosim, del 1993, attuando al contempo la privatizzazione dei nostri mercati regolamentati. Di seguito, è stato dato rilievo all'emanazione del Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria (D.Lgs. n. 58/1998, *breviter* TUF), rilevandone il carattere peculiare di legge quadro che, rinviando ampiamente alla regolamentazione secondaria per la definizione degli aspetti più prettamente tecnici, ha acquisito quella flessibilità che gli ha consentito di rimanere negli anni la legge di riferimento nel campo dell'intermediazione finanziaria. Il TUF è stato tratteggiato nei suoi contenuti principali, con evidenza degli aspetti più innovativi attinenti: alla vigilanza – si pensi al riguardo alla definizione data per la prima volta dal TUF di gruppo finanziario, con le relative forme di vigilanza consolidata, nonché alla riforma apportata nell'apparato sanzionatorio, con la depenalizzazione di taluni reati e con la nuova disciplina in tema di *insider trading* e aggio; alla disciplina degli intermediari, con l'introduzione della nuova figura della *società di gestione del risparmio* (SGR) quale *asset manager* unico; alla disciplina dei mercati, con la nuova gestione accentrata delle insolvenze, sia alla gestione accentrata degli strumenti finanziari; infine, alla *corporate governance* delle imprese emittenti titoli quotati, con particolare riguardo al rapporto tra società quotate e mercato ed alle forme di tutela delle minoranze azionarie.

Dopo aver analizzato in dettaglio la disciplina degli intermediari mobiliari abilitati alla prestazione dei servizi di investimento, nonché quella relativa agli intermediari abilitati alla gestione collettiva del risparmio, cogliendo i caratteri essenziali della profonda riforma compiuta dal TUF a quest'ultimo proposito, è stata prestata attenzione anche ai caratteri peculiari ed evolutivi dei fondi pensione, i quali, seppur non disciplinati dal TUF, essendo il loro fine precipuo previdenziale e non finanziario, svolgono un ruolo di investitori istituzionali e possono dare un contributo importante allo sviluppo dei mercati finanziari. Sono state così ripercorse le tappe e le motivazioni della riforma del nostro sistema previdenziale, pubblico e complementare, fino alle più recenti riforme che hanno interessato i fondi pensione, come la riforma Maroni e la successiva "riforma del TFR".

Attentamente esaminate, pure, le variazioni intervenute nel TUF rispetto al suo impianto originario nei due lustri intercorsi dalla sua emanazione. Al riguardo è stato possibile rilevare come tali variazioni siano solo in parte "endogene", derivanti cioè dalla volontà del nostro legislatore nazionale, essendo, per la maggior parte, "esogene", cioè imputabili ed indotte dal recepimento di direttive emanate in ambito comunitario.

Si rileva, inoltre, come nell'ambito di un processo di progressiva integrazione dei mercati finanziari comunitari sia stato emanato nel maggio del 1999 un vero e proprio "piano", il *Financial Services Action Plan* (*breviter* FSAP), comprendente un ingente numero di direttive (ben 42), al fine di realizzare, tra gli altri, l'obiettivo di una maggiore integrazione ed armonizzazione delle forme di vigilanza in ambito comunitario, nonché quello di un mercato più efficacemente e realmente "integrato", caratterizzato da una "armonizzazione forte", tale da assicurare una convergenza non solo legislativa, ma anche regolamentare delle modalità di prestazione dei servizi di investimento nei paesi membri dell'Unione Europea.

Sono state pertanto individuate le principali misure previste dal FSAP, le forme di controllo del processo di integrazione predisposte dal piano medesimo, fino a rilevarne le modalità di concreta realizzazione, sfociando così nel Libro Bianco 2005/2010 (o "FSAP 2"), avente il compito di curare e rifinire l'implementazione e la successiva attuazione delle numerose direttive previste dal FSAP. Particolare attenzione è stata rivolta alle indicazioni fornite dal Comitato dei Saggi, presieduto dal barone Lamfalussy, che su delega della Commissione europea ha elaborato un