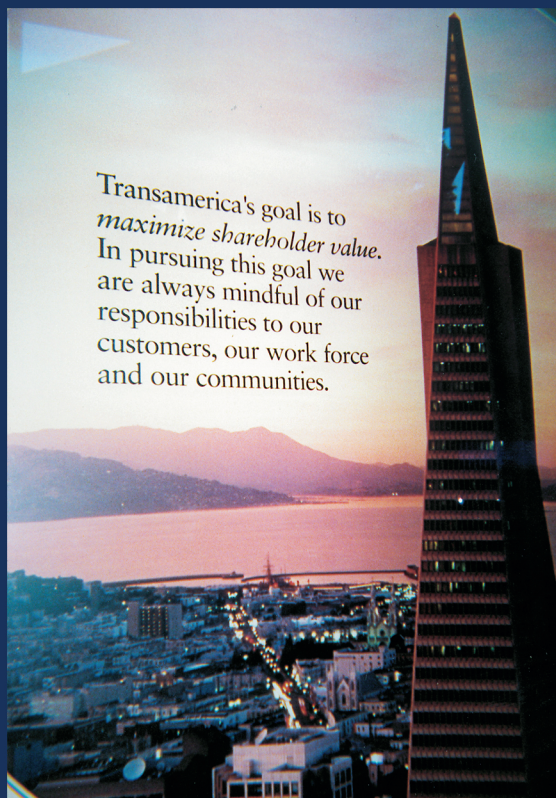


Renzo Costi

# Il mercato mobiliare

*a cura di* Sergio Gilotta



TREDICESIMA EDIZIONE



**Giappichelli**

# Capitolo I

## *Introduzione*

SOMMARIO: 1. La nozione di mercato mobiliare. – 2. Gli intermediari di mercato mobiliare. – 3. Le ragioni di una disciplina speciale del mercato mobiliare. – 4. Dal valore mobiliare allo strumento finanziario. – 5. Prodotti e strumenti finanziari, valori mobiliari e titoli.

### *1. La nozione di mercato mobiliare*

A) Se un mercato può, o deve, essere identificato anzitutto sulla base dei beni che nello stesso vengono prodotti e/o scambiati, il mercato mobiliare può essere definito come il segmento del mercato finanziario sul quale vengono prodotti e/o scambiati valori mobiliari e svolte attività relative a valori mobiliari. E per valori mobiliari si intendono, in un'accezione ancora pregiuridica del termine, i prodotti finanziari naturalmente destinati alla circolazione.

Avremo modo di tornare sulla nozione di prodotto finanziario (v. *infra*, par. 5). Basti qui osservare che i prodotti finanziari si distinguono per il loro rendimento, per il rischio, per i diritti che attribuiscono, per la scadenza, per la loro utilizzabilità come mezzi di pagamento; i valori mobiliari si caratterizzano invece per la loro negoziabilità. Così, dal punto di vista del contenuto del rapporto, può esservi perfetta coincidenza fra un deposito ed un'obbligazione, ma solo la seconda può essere considerata un valore mobiliare. Simmetricamente, sono profondamente diverse, o possono esserlo, un'obbligazione ed un'azione, dallo stesso punto di vista contenutistico, eppure entrambe possono considerarsi valori mobiliari per la loro attitudine alla circolazione.

Il che rimane vero, in linea di principio, anche se talvolta i legislatori, come quello italiano sulla scia dell'ordinamento comunitario, estendono, per la tutela di particolari interessi, l'applicazione delle norme tipicamente previste per il mercato mobiliare anche a prodotti finanziari non negoziabili.

Dalle considerazioni che precedono dovrebbe emergere chiaramente che il criterio sulla base del quale si definiscono i contorni del mercato mobiliare è profondamente diverso da quelli che servono per identificare gli altri due segmenti del mercato finanziario: quello bancario e quello assicurativo. Nel primo i risparmiatori comprano depositi e gli affidati comprano prestiti; nel secondo gli assicurati comprano diritti alla copertura di rischi dalle imprese di assicurazione.

Il mercato bancario ed il mercato assicurativo si lasciano definire soprattutto sulla base del contenuto dei relativi «prodotti», piuttosto che sull'attitudine di questi alla circolazione.

È bene, per altro, tener presente che la distinzione dei vari segmenti del mercato finanziario sulla base dei prodotti che vi si scambiano soffre ormai eccezioni molto forti: soprattutto perché la complementarità dei vari strumenti finanziari ha portato alla creazione di prodotti «misti» (bancari, assicurativi e di mercato mobiliare) e alla costituzione di soggetti o di gruppi che operano contemporaneamente su tutti i segmenti del mercato finanziario e che si avvalgono della stessa rete per la distribuzione di prodotti finanziari (conglomerati finanziari).

Il che non significa, per altro, che non si possa più distinguere una banca da un'impresa di assicurazione o da un fondo comune di investimento mobiliare. E ciò basta anche per dire che si può ancora distinguere il mercato mobiliare dal mercato bancario o da quello assicurativo.

B) L'espressione «mercato mobiliare» merita qualche precisazione ulteriore, con riferimento al concetto di mercato che in essa appare.

Il termine mercato viene utilizzato, anche dalla letteratura che si occupa di mercato finanziario, in una molteplicità di accezioni: talvolta viene impiegato per indicare un'istituzione, in senso sociologico, talvolta per individuare un luogo («i locali della borsa»), spesso viene adottato come sinonimo di insieme delle negoziazioni relative ad un prodotto («il mercato del caffè»), talvolta viene usato per indicare un'organizzazione che favorisce le negoziazioni aventi per oggetto un certo insieme di beni («società-mercato, mercati organizzati, mercati regolamentati»).

Noi abbiamo fin qui adottato il termine mercato come sinonimo di insieme delle attività di produzione e di negoziazione (aventi per oggetto valori mobiliari), ma avremo modo di incontrare altre accezioni: in particolare quella di mercato come organizzazione, quando ci occuperemo dei mercati regolamentati. Di questa polivalenza del termine è necessario essere avvertiti.

C) Nell'ambito del mercato mobiliare sono possibili molteplici distinzioni, per altro non di uguale rilevanza. Tra le più significative, anche sul piano dell'ordinamento, sono le seguenti:

c1) È necessario distinguere il mercato (mobiliare) primario dal mercato (mobiliare) secondario. Il primo consiste delle offerte di «nuovi» valori mobiliari che le imprese o la pubblica amministrazione emettono per acquisire «nuovo» risparmio; il secondo coincide con le negoziazioni aventi per oggetto valori mobiliari già emessi.

c2) Il mercato dei titoli pubblici, in specie quando si tratti di negoziazioni «all'ingrosso», assume una particolare rilevanza per la politica economica del Governo e per la politica monetaria della Banca centrale; rilevanza che non è dato riscontrare sul mercato dei titoli privati. Di qui la peculiarità della disciplina dettata, anche nel nostro ordinamento, per il mercato all'ingrosso dei titoli pubblici.

c3) Importante è poi la distinzione fra «mercati regolamentati», qui intesi in senso ampio e atecnico come tutte quelle sedi di negoziazione sottoposte a disciplina speciale (e ricomprendenti dunque tanto i mercati regolamentati in senso stretto, quanto i sistemi multilaterali di negoziazione e i sistemi organizzati di negoziazione, di cui ci occuperemo al cap. VI) e mercati non regolamentati. I primi, come appena accennato, sono sottoposti ad una complessa disciplina speciale, che varia a seconda del tipo di sede di negoziazione preso in considerazione, mentre i secondi sono regolati essenzialmente dalle norme generalmente applicabili alle negoziazioni di strumenti finanziari.

## 2. *Gli intermediari di mercato mobiliare*

A) È certamente possibile che la domanda e l'offerta di una determinata quantità di un certo valore mobiliare si incrocino, spontaneamente ed esaustivamente, senza l'intervento di alcun intermediario. Così, è possibile che una emissione di obbligazioni venga integralmente sottoscritta dagli «acquirenti» finali, direttamente presso la sede della società emittente. Possibile, ma sempre meno probabile.

È estremamente difficile, infatti, che vi sia perfetta coincidenza fra le preferenze dei risparmiatori e le esigenze degli operatori che ricercano risparmio per le loro attività, così come è difficilissimo che i risparmiatori conoscano tutte le alternative accessibili per i loro investimenti e disinvestimenti. Condurre approfondite indagini sui possibili impieghi alternativi del risparmio comporta costi di ricerca e di contrattazione per lo più incompatibili con l'ammontare delle risorse delle quali dispone ogni singolo risparmiatore.

Un'adeguata diversificazione degli investimenti, con la correlativa riduzione del rischio, non è realizzabile in presenza di quantità di risparmio da investire non sufficientemente grandi.

La diversa propensione dei risparmiatori e dei prenditori di risparmio per la liquidabilità dell'investimento, la possibilità di ridurre il rischio attraverso la diversificazione degli investimenti e i costi di informazione e di transazione attraverso economie di scala, rendono ragione della nascita e dello sviluppo degli intermediari finanziari, in genere, e di mercato mobiliare, in particolare: ossia di imprese specializzate nella prestazione dei servizi necessari per l'incontro tra la domanda e l'offerta del risparmio e per il suo investimento ottimale. Ed è constatazione ricorrente quella secondo la quale nei sistemi economici con mercati finanziari sviluppati la massima parte del risparmio, compresa quella rappresentata da valori mobiliari, è negoziata e gestita attraverso gli intermediari di mercato mobiliare.

Gli intermediari non costituiscono soltanto una fondamentale «infrastruttura» del mercato mobiliare, ma assumono anche un ruolo di notevole rilievo nella gestione delle imprese, delle quali finiscono per acquisire partecipazioni significative; della loro presenza, in altri termini, è necessario tener conto quando si affrontano problemi di *corporate governance*.

B) Nell'ambito degli intermediari di mercato mobiliare è necessario distinguere gli investitori istituzionali, alcuni dei quali costituiscono la categoria degli «organismi di investimento collettivo in valori mobiliari» (OICVM), sottoposta a particolare disciplina dalle direttive comunitarie, e le imprese di investimento o intermediari mobiliari in senso stretto. Con riferimento al nostro ordinamento sono investitori istituzionali (le società di gestione del risparmio che istituiscono e gestiscono) i fondi comuni di investimento mobiliare aperti e chiusi, le SICAV, le SICAF e, sia pure non necessariamente, i fondi pensione e i fondi immobiliari, mentre rientrano nell'ambito delle imprese di investimento le società di intermediazione mobiliare nonché le banche, per i servizi di investimento dalle stesse prestati.

Con tutta probabilità potrebbero essere ricondotti nell'ambito delle imprese di investimento anche le organizzazioni che gestiscono i mercati regolamentati, ma per la specificità della loro funzione e della loro disciplina è preferibile una loro collocazione separata nell'ambito della generale categoria degli intermediari mobiliari.

### ***3. Le ragioni di una disciplina speciale del mercato mobiliare***

Quasi nessun ordinamento moderno abbandona alle norme di diritto comune la disciplina dei soggetti che operano sul mercato mobiliare, delle attività che vi si svolgono e degli atti che vi si compiono.

L'emissione dei valori mobiliari, la loro negoziazione e gestione, l'atti-

vità degli intermediari sono sottoposte quasi sempre, anche se in misura diversa, a norme speciali che talvolta derogano anche profondamente alle norme di diritto comune.

Normalmente si prevede poi che una struttura pubblica, più o meno integrata con (o sostituita da) organi di autocontrollo, eserciti funzioni di vigilanza sui soggetti, le attività, i contratti che riguardano l'organizzazione e il funzionamento del mercato mobiliare.

Ci si deve, pertanto, chiedere quali siano le ragioni di un ordinamento speciale del mercato mobiliare.

Una prima ragione può essere rintracciata nella difficoltà che si incontra quando si voglia compiutamente conoscere il contenuto del valore mobiliare. Come tutti i prodotti finanziari, un valore mobiliare si esaurisce in un contratto, di per sé già meno conoscibile di una qualunque altra *res*, e, per di più, in un contratto che normalmente prevede il trasferimento attuale di una somma di danaro a fronte di un'aspettativa in gran parte rimessa al comportamento di colui che riceve tale somma e che tale aspettativa dovrebbe soddisfare.

Di qui l'esigenza di assicurare al risparmiatore un grado di informazione sui valori mobiliari più intenso di quello consentito dalle norme comuni; esigenza che appare tanto più urgente quando si tenga presente che la massima parte delle negoziazioni che avvengono sul mercato sono contrattazioni di massa ed impersonali, per le quali gli strumenti del diritto comune (ad esempio, il generale dovere di correttezza e buona fede) non trovano spazio.

L'informazione diventa, quindi, un bene pubblico, la trasparenza diventa un obiettivo di interesse pubblico perseguito attraverso l'imposizione di particolari doveri e la predisposizione delle strutture necessarie per la sua concreta attuazione.

E, come si è già accennato, l'intervento pubblico diretto a garantire al mercato un grado adeguato di trasparenza trova la propria ragion d'essere nella necessità di assicurare che il mercato mobiliare funzioni efficientemente e consenta così l'allocazione ottima delle risorse che vi affluiscono. È l'interesse pubblico al buon funzionamento della intermediazione finanziaria che impone al legislatore di affrontare e risolvere un classico problema di asimmetria informativa e ad imporre la trasparenza che, da solo, il mercato non garantirebbe (o non garantirebbe appieno).

Ma la trasparenza non basta per assicurare un efficiente funzionamento del mercato mobiliare. È necessario imporre a coloro che operano su tale mercato le regole di comportamento ritenute indispensabili sia per il corretto funzionamento del mercato sia per attrarre allo stesso la quantità di risparmio ritenuta necessaria per un equilibrato finanziamento delle imprese.

Così, si imporranno norme che prevengano i conflitti di interesse, o la manipolazione delle contrattazioni che falsano il funzionamento del mer-

cato, e norme che puniscano l'*insider trading*, dal momento che la possibilità che qualche operatore possa sfruttare informazioni privilegiate inaccessibili al pubblico pregiudica l'immagine del mercato (la sua «credibilità» presso il pubblico dei risparmiatori) e, quindi, scoraggia l'afflusso, sullo stesso, del risparmio.

Anche per il mercato mobiliare, come per gli altri segmenti del mercato finanziario, esiste il pericolo che funzioni essenziali, come quelle di investitore istituzionale o di impresa di investimento, vengano assunte da imprese non dotate dei necessari requisiti patrimoniali e professionali, così come esiste il pericolo che l'instabilità e l'insolvenza di uno di tali attori si trasmettano all'intero sistema della intermediazione mobiliare, compromettendo il funzionamento del mercato.

Di qui la presenza nella quasi totalità degli ordinamenti di norme dirette ad esercitare un controllo sull'ingresso al mercato da parte degli intermediari e a garantire la stabilità di questi ultimi, anche attraverso la predisposizione di strumenti mutualistici di protezione.

Si spiega così abbastanza facilmente perché l'ordinamento speciale del mercato mobiliare sia soprattutto costituito da norme destinate a garantirne la trasparenza, la correttezza e la stabilità: a riprova del convincimento che la regolamentazione è uno strumento essenziale per l'esistenza e per il corretto funzionamento di tale mercato.

L'aver individuato nella trasparenza, correttezza e stabilità del mercato mobiliare gli scopi normalmente perseguiti dal relativo ordinamento speciale consente anche di riflettere sul modello di vigilanza che sullo stesso può essere esercitata. L'Autorità pubblica non eserciterà sul mercato mobiliare una vigilanza di tipo strutturale, consentendo e vietando in coerenza con un proprio piano regolatore del mercato, né potrà intervenire sulle scelte degli operatori per piegarle autoritariamente alle decisioni di politica economica di volta in volta assunte, ma potrà e dovrà esercitare un controllo sulle singole imprese diretto a garantire il rispetto delle regole di trasparenza, correttezza e stabilità che le stesse debbano osservare.

Il che comporta anche, come naturale conseguenza, che una siffatta vigilanza può essere almeno in parte esercitata da strutture espressione degli operatori, sarà normalmente svolta da agenzie indipendenti e non dovrebbe essere affidata al potere politico.

#### ***4. Dal valore mobiliare allo strumento finanziario***

Abbiamo definito, sul piano economico, il mercato mobiliare facendo perno sul concetto di valore mobiliare, rintracciando poi nella negoziabili-

tà il tratto che distingue quest'ultimo nell'ambito delle attività (passività) finanziarie.

E nel nostro ordinamento, fino al D.Lgs. n. 415 del 1996, la nozione di mercato mobiliare poteva essere costruita attorno al concetto-nozione di valore mobiliare, anche se lo stesso veniva circoscritto in modo non univoco.

In particolare, secondo alcuni autori, nel nostro ordinamento sarebbe stato possibile rintracciare una nozione unica di valore mobiliare, mentre secondo altri le nozioni contenute nelle varie norme non erano riconducibili all'unità. E non mancava neppure chi riteneva impossibile individuare un qualsiasi concetto definito dietro l'espressione valore mobiliare, soprattutto per la vaghezza che di quest'ultima nozione forniva l'ordinamento.

Certo era, per altro, che l'intera gamma dei beni presa in considerazione dalle norme abitualmente riconducibili all'ordinamento del mercato mobiliare veniva individuata con l'espressione «valori mobiliari». Così la norma che disciplinava il controllo della Banca d'Italia sulla emissione di passività finanziarie (art. 129 T.U. bancario) faceva riferimento alla emissione di valori mobiliari; analogamente, la disciplina dell'intermediazione mobiliare (legge n. 1 del 1991) assumeva come punto di riferimento comune l'intermediazione in valori mobiliari e altrettanto facevano le norme sui mercati regolamentati (Titolo II, legge n. 1 del 1991) e sull'*insider trading* (legge n. 157 del 1991).

Questa situazione mutò profondamente con il D.Lgs. n. 415 del 1996, il quale, nel disciplinare i servizi d'investimento, introdusse, recuperando la nomenclatura delle direttive comunitarie alle quali dava attuazione, la nozione di «strumento finanziario», ponendola, appunto, a base della disciplina delle attività che nella legge n. 1 del 1991 venivano definite di intermediazione mobiliare. Le altre norme che disciplinavano il mercato mobiliare continuavano, per altro, a far riferimento alla nozione (o alle nozioni) di valore mobiliare adottate in precedenza. Esistevano, dunque, due espressioni per indicare i beni che vengono scambiati sul mercato mobiliare (valore mobiliare e strumento finanziario) e almeno una di esse (quella di valore mobiliare) aveva contenuti, almeno ad avviso di alcuni, diversi.

Il Testo Unico sull'intermediazione finanziaria, emanato con D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, ha ulteriormente innovato sul punto emarginando, nella sostanza, la nozione di valore mobiliare, estendendo l'ambito di applicazione del concetto di «strumento finanziario» ed introducendo quello di «prodotto finanziario». In sede di attuazione della direttiva comunitaria 2004/39/CE (cd. MIFID I), il D.Lgs. 17 settembre 2007, n. 164, poi confermato dal D.Lgs. n. 129 del 2017 in attuazione della direttiva 2014/65 (MI-



FID II), ha «ridato dignità» alla nozione di valore mobiliare, considerando, sulla scia comunitaria, la relativa categoria alla stregua di una *species* nell'ambito degli strumenti finanziari.

Sembra opportuno, già in questa sede, nella quale ci si preoccupa soprattutto di determinare l'ambito dell'ordinamento del mercato mobiliare, fornire gli elementi essenziali per individuare le caratteristiche, anche giuridiche, dei beni che su quel mercato vengono prodotti e/o negoziati; beni che vengono definiti ora valori mobiliari, ora strumenti finanziari, ora prodotti finanziari.

## 5. *Prodotti e strumenti finanziari, valori mobiliari e titoli*

A) A norma dell'art. 1, 1° comma, lett. u), T.U.F. sono «prodotti finanziari» «gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria». Il rapporto, dunque, fra le nozioni di prodotto e di strumento finanziario è un rapporto di genere a specie: gli strumenti finanziari costituiscono una categoria nominata nell'ambito del più ampio genere dei prodotti finanziari. Il 2° comma del medesimo art. 1 precisa poi che per strumenti finanziari si intendono quelli indicati nell'allegato I, Sezione C) del T.U.F. così come modificato dal D.Lgs. n. 129 del 2017, ossia:

- «a) valori mobiliari;
- b) strumenti del mercato monetario;
- c) quote di un organismo di investimento collettivo;
- d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (“*future*”), “*swap*”, accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, quote di emissione o altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (“*future*”), “*swap*”, contratti a termine (“*forward*”), e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l'esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in contanti a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;
- f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (“*future*”), “*swap*” ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che possono essere regolati con consegna fisica purché negoziati su un

mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, eccettuati i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica;

g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (“*future*”), “*swap*”, contratti a termine (“*forward*”) e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possono essere eseguiti in modi diversi da quelli indicati [alla lettera f)], che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati;

h) strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito;

i) contratti finanziari differenziali;

j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (“*future*”), “*swap*”, contratti a termine sui tassi di interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti indicati [alle lettere precedenti], aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione;

k) quote di emissioni che consistono di qualsiasi unità riconosciuta conforme ai requisiti della direttiva 2003/87/CE (sistema per lo scambio di emissioni)».

Il comma 1°-bis dell'art. 1 del T.U.F., così come dettato dal D.Lgs. n. 164 del 2007 e come ripetuto dal D.Lgs. n. 129 del 2017, individua i valori mobiliari nelle «categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, 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, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli;

c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle lettere a) e b) o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure».

Mentre per «strumenti del mercato monetario» si intendono «categorie di strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario, quali, ad

esempio, i buoni del tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali» (art. 1, comma 1°-ter).

Il già citato 2° comma si preoccupa poi di stabilire che «gli strumenti di pagamento non sono strumenti finanziari», e, come vedremo, essi non possono essere considerati neppure prodotti finanziari.

Come si può notare, il legislatore non dà una definizione generale di strumento finanziario, capace di ricomprendere beni diversi da quelli iscritti nel catalogo formulato esplicitamente dalla norma. Si tratta, quindi, di un catalogo chiuso e tassativo, che può essere arricchito sulla base di un provvedimento dell'autorità di Governo, nelle ipotesi, per altro, esplicitamente previste dal legislatore stesso. Così l'art. 18, 5° comma, T.U.F. consente che il Ministro dell'Economia e delle Finanze individui, con regolamento adottato sentita la Banca d'Italia e la Consob, nuovi strumenti finanziari «al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie». Naturalmente il legislatore può prevedere nuovi strumenti finanziari: così la legge 30 aprile 1999, n. 130 ha qualificato come strumenti finanziari, ai sensi del T.U.F., i titoli emessi per finanziare le operazioni di cartolarizzazione dei crediti di impresa (art. 2, 1° comma).

B) Come si è visto, nell'ambito della categoria degli strumenti finanziari il legislatore individua la *species* dei valori mobiliari, ravvisandoli nei valori negoziabili sul mercato dei capitali e fornendone un catalogo aperto («quali ad esempio»). I valori mobiliari appartengono e contribuiscono nello stesso tempo a definire i confini del mercato dei capitali, inteso come mercato sul quale si negoziano strumenti finanziari di media e lunga durata destinati al finanziamento degli emittenti e in particolare delle imprese, contrapposto al mercato monetario, ossia al mercato sul quale si negoziano strumenti finanziari a breve e brevissimo termine che possono essere trasformati in moneta senza grosse perdite sul valore nominale, ma che di per sé stessi non sono mezzi di pagamento.

I valori mobiliari si caratterizzano dunque per la loro attitudine alla circolazione; attitudine che, per altro, non necessariamente posseggono gli altri strumenti finanziari elencati nel relativo catalogo.

Vedremo che la nozione di valore mobiliare ha qualche rilevanza normativa (si veda ad es. la definizione di «emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine» (art. 1, 1° comma, lett. w-*quater*)), ma non riveste certamente l'importanza che ha la distinzione fra prodotti e strumenti finanziari.

C) Il testo unico della finanza, accanto alla nozione di prodotto finanziario, al catalogo degli strumenti finanziari, al catalogo aperto dei valori

mobiliari, conosce anche la nozione di «titoli»: la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto (art. 101-*bis* ss.) si applica alle società italiane che abbiano «titoli» quotati in un mercato regolamentato comunitario, intendendosi per «titoli» gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria. E i «titoli» costituiscono una *species* nell'ambito dei valori mobiliari. Deve notarsi, peraltro, che il medesimo termine è utilizzato anche nella traduzione italiana della disciplina europea in materia di prospetto (regolamento UE 2017/1129), con un significato questa volta largamente coincidente con quello di valore mobiliare (cfr. art. 2, lett. a)): scelta che può ingenerare una certa confusione e che di certo non giova alla complessiva chiarezza dell'impianto definitorio cui è ancorata la disciplina del mercato mobiliare.

D) Il legislatore, mentre rinuncia ad individuare una nozione generale di strumento finanziario, si cimenta nella definizione di «prodotto finanziario», ricomprendendovi sia gli strumenti finanziari sia «ogni altra forma di investimento di natura finanziaria» e ipotizzando così l'esistenza di altri prodotti finanziari, ulteriori e diversi dagli strumenti finanziari. E si tratta di nozione importante dal momento che alla stessa, e non a quella di strumento finanziario, fanno riferimento capitoli significativi dell'ordinamento del mercato mobiliare. Così, ad esempio, le norme sull'appello al pubblico risparmio prendono in considerazione tale nozione e rendono applicabili le relative norme ogni qualvolta un'offerta pubblica abbia ad oggetto prodotti finanziari, anche quando gli stessi non rientrino nel catalogo degli strumenti finanziari. E, specularmente, le norme sui servizi di investimento non si applicano se l'attività ha per oggetto prodotti finanziari che non siano strumenti finanziari.

La nozione di prodotto finanziario non è, tuttavia, ricostruibile con facilità.

Sembra, anzitutto, certo che la nozione di prodotto finanziario sia del tutto indipendente dal «corpo meccanico» al quale si affidi la sua materializzazione o comunque la sua presenza fisica sul mercato. Era questa, del resto, la conclusione alla quale era pervenuta la dottrina dominante con riferimento alla nozione di valore mobiliare contenuta nell'art. 18-*bis*, legge n. 216 del 1974, che pur sembrava considerare elemento essenziale del concetto di valore mobiliare la presenza di un «documento o certificato», al quale fosse in qualsiasi modo connesso il contenuto del rapporto contrattuale.

Così si dovrà, senza incertezza, ammettere che possano esistere prodotti finanziari che non costituiscono titoli di credito e, quindi, neppure titoli di massa. Conclusione, quest'ultima, che trova conferma anche nel fatto

che il legislatore considera strumenti finanziari anche quelli non negoziabili, mentre tratto essenziale dei titoli di credito è la loro attitudine alla circolazione. Analogamente, si deve aggiungere che possono considerarsi prodotti finanziari anche «situazioni giuridiche» non riconducibili né alla categoria dei titoli impropri né a quella dei documenti di legittimazione. D'altra parte, la nozione di prodotto finanziario non contiene alcun riferimento alla necessaria presenza di un documento che «rappresenti» l'investimento e, in ogni caso, non pare plausibile subordinare l'applicazione delle norme che hanno come referente oggettivo i prodotti finanziari alla presenza di un documento. L'applicazione di quelle norme si giustifica con la natura del bene «prodotto finanziario» e quella natura non è minimamente modificata dal fatto che lo stesso sia in qualsiasi modo rappresentato da un documento.

In senso del tutto analogo, la particolare natura, fisica (cartacea) o immateriale (elettronica o «virtuale»), dello strumento non incide in alcun modo sulla sua qualificazione. Quanto appena affermato, già pacificamente riconosciuto con riguardo agli strumenti finanziari dematerializzati (ossia emessi esclusivamente in forma elettronica e dunque privi di alcun «corpo» fisico-materiale), trova un'importante conferma anche con riferimento agli strumenti finanziari emessi secondo le più recenti tecnologie a registro distribuito (*distributed ledger technology* o DLT: ciò cui si fa comunemente riferimento con il termine *blockchain*). Per espressa previsione dell'art. 1, 2° comma, T.U.F., come emendato dall'art. 31 del D.L. n. 25 del 17 marzo 2023 (convertito, con modificazioni, dalla legge 10 maggio 2023, n. 52), la nozione di strumento finanziario ricomprende anche gli strumenti emessi secondo l'appena accennata tecnologia *blockchain*.

E per quanto concerne la «natura» del prodotto finanziario, la norma offre due elementi di giudizio: il prodotto finanziario è (a) «una forma di investimento» (b) «di natura finanziaria». Nella individuazione di entrambi i profili può rivelarsi di qualche utilità il constatare che, secondo il dettato della norma in esame, anche gli strumenti finanziari costituiscono necessariamente una forma di investimento di natura finanziaria; il che suggerisce di verificare quali siano i tratti fisionomici degli strumenti finanziari che fanno degli stessi altrettante forme di investimento di natura finanziaria. In altri termini, sembra corretto cercare di rintracciare, ancora prima che nelle caratteristiche economiche, nella disciplina degli strumenti finanziari qualche elemento utile per individuare il significato dell'espressione «investimento di natura finanziaria».

A dire il vero, per quanto concerne il concetto di investimento non si ricavano molti elementi di giudizio; un indizio significativo può forse trarsi dal fatto che, mentre sono considerati strumenti finanziari «i titoli

normalmente negoziati sul mercato monetario», il legislatore escluda che lo siano «i mezzi di pagamento». Il legislatore, in altri termini, esclude che possa considerarsi una forma di possibile investimento l'acquisto di titoli che hanno una mera funzione di pagamento (assegni), non solo e non tanto perché non sono normalmente negoziati su un mercato, ma anche e soprattutto perché appartengono alla sfera del consumo e non dell'impiego del risparmio effettuato in vista di un reddito, di un «ritorno» economico.

Dunque, si deve escludere che si sia in presenza di un prodotto finanziario in mancanza di un impiego di risorse diretto ad ottenere un corrispettivo, ossia in mancanza di un investimento. Ma l'investimento deve anche essere di natura finanziaria. E qui sorgono le maggiori difficoltà. Appartiene, per così dire, alla sfera della «precomprensione» la certezza che le norme del mercato mobiliare non riguardano la sollecitazione ad investire in vini di annata, in francobolli, in immobili, in diamanti, così come è certo che le stesse non si occupano dei servizi aventi ad oggetto la negoziazione o la «gestione» relative a tali beni. Ed è altrettanto certo che quelle norme riguardano la sollecitazione o i servizi relativi alle azioni, alle obbligazioni o alle quote dei fondi di investimento. La qualificazione finanziaria dell'investimento è dunque essenziale per individuare la nozione di prodotto finanziario. E in proposito qualche elemento importante si ricava dalla nozione di strumento finanziario.

Gli strumenti finanziari esauriscono la loro «esistenza» in un contratto, e quindi pongono problemi particolarmente ardui sul piano della loro conoscibilità. Sono, per lo più, caratterizzati da uno scambio fra un bene presente (normalmente danaro) e un bene futuro, rappresentato ancora da una somma di danaro e non da un valore d'uso. E l'entità del corrispettivo futuro è in larga misura rimessa al comportamento di altri o comunque non influenzabile in misura determinante dall'investitore. Questi parametri sono utili anche per individuare la nozione di «prodotto finanziario».

È necessario ammettere che una nozione di prodotto finanziario individuato con tali parametri finisce per coincidere con quella, utilizzata dalle scienze economiche, di attività (e passività) finanziaria e non è in grado di separare, dal punto di vista degli oggetti, i vari segmenti del mercato finanziario. In altri termini, è una nozione che ricomprende anche l'insieme dei prodotti-contratti bancari (depositi) utilizzati dalle banche per la raccolta del risparmio, i prodotti assicurativi, ossia le polizze che le imprese di assicurazione collocano presso i risparmiatori, nonché i contratti attraverso i quali vengono raccolte le risorse destinate ai fondi pensione. Ma questa conclusione non deve scandalizzare, anche perché lo stesso legislatore l'ha adottata quando ha ritenuto indispensabile dichiarare esplicitamente, con disposizione poi abrogata ad opera della legge n. 262 del 2005,

che non si applicano ai «prodotti finanziari emessi da banche, diversi dalle azioni e dagli strumenti finanziari che permettono di acquistare o sottoscrivere azioni, ovvero [ai] prodotti assicurativi emessi da imprese assicurative», le norme dettate per la generalità dei prodotti finanziari (art. 30, 9° comma e art. 100, 1° comma, lett. f), T.U.F.).

Evidentemente anche il legislatore partiva dal convincimento che costituiscono investimenti di natura finanziaria pure i prodotti bancari e quelli assicurativi, anche se poi considerava opportuno sottrarli alla disciplina dettata per l'intera categoria dei prodotti finanziari. La ragione dell'esonero stava nel fatto che questi prodotti sono emessi da soggetti (banche e assicurazioni) sottoposti a penetranti controlli di stabilità e, per di più, non comportano per il risparmiatore-investitore il rischio connesso con l'impiego delle risorse trasferite all'emittente, in quanto il diritto alla restituzione delle somme prestate alla banca o il diritto dell'assicurato non sono in alcun modo legati al «successo» degli investimenti della banca o dell'assicurazione, rilevando soltanto la solvibilità delle stesse, perseguita, appunto, attraverso i controlli di stabilità; ragione in verità opinabile e non condivisa dalla già citata legge n. 262 del 2005, profondamente innovativa, come vedremo, sul punto.

Di questa disciplina vorrei qui ricordare soltanto la norma che definisce i prodotti finanziari emessi dalle banche e la cui formulazione sembra ignorare la distinzione fra strumenti e prodotti finanziari. Quella norma (art. 1, 1° comma, lett. u), T.U.F.), stabilisce che «non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari», ritenendo così che i depositi bancari (o postali) sono prodotti finanziari solo quando siano... strumenti finanziari.

E) È ben possibile che anche le cripto-attività possano qualificarsi come prodotti finanziari. Le cripto-attività sono «beni digitali», usualmente creati attraverso la già menzionata tecnologia a registro distribuito e circolanti secondo tecniche decentralizzate (ossia senza l'assistenza di intermediari con funzione di riscontro e certificazione delle singole transazioni). La loro diffusione è sempre più ampia e alcuni di essi vengono utilizzati a fini di investimento, ossia con l'obiettivo di ricavare un guadagno dal loro acquisto, usualmente attraverso la loro rivendita per un prezzo superiore. Anche con riferimento a questo particolare tipo di beni, la qualificazione come prodotto finanziario dipende dalla possibilità di considerare il bene digitale preso in considerazione come una forma di «investimento di natura finanziaria». Nessun problema si pone ovviamente per gli strumenti finanziari (ad esempio azioni di società) emessi attraverso la tecnologia *blockchain*. In questo caso, come già visto, si è di fronte a ordinarie forme di investimento di natura finanziaria, la cui unica particolarità

tà consiste nella specifica tecnologia di dematerializzazione cui si ricorre per la loro emissione e successiva circolazione. Maggiori problemi sorgono invece quando il bene digitale non dia veste ad alcuno strumento finanziario «nominato» e, correlativamente, non venga utilizzato nell'ambito di operazioni di raccolta di capitale, ma nondimeno sia oggetto di investimento da parte di un numero più o meno ampio di investitori. Con il regolamento 2023/1114 («MICA»), il legislatore europeo ha introdotto una regolamentazione delle cripto-attività e dei servizi ad esse legati. Il regolamento MICA concerne principalmente alcune cripto-attività (i *token* di moneta elettronica e i *token* collegati ad attività) ritenute rilevanti ai fini della complessiva stabilità del sistema finanziario. Esso contiene anche una definizione generale di cripto-attività e alcune importanti regole per le cripto-attività diverse da quelle appena menzionate (fra cui l'obbligo di pubblicare un documento informativo, il «*white paper*», per chi le offra al pubblico). Tuttavia, pur riconoscendo che le cripto-attività possano costituire strumenti finanziari, esso non offre alcuna risposta regolamentare generale al problema della qualificazione di questi beni digitali come prodotti finanziari.

F) L'evidente emarginazione della nozione di valore mobiliare rende meno plausibile l'utilizzazione della nozione di «mercato mobiliare» per designare il settore economico oggetto di queste pagine e il relativo ordinamento. D'altro canto, il T.U. del 1998 si autodefinisce «Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria», suggerendo, forse, di utilizzare questa espressione per indicare riassuntivamente il settore. Ma quell'espressione, tuttavia, sembra, da un lato, troppo riduttiva (perché esclude attività come quella bancaria e quella assicurativa che sono almeno normalmente attività di intermediazione finanziaria) e, dall'altro, troppo generica, in quanto incapace di cogliere le peculiarità di questo segmento del mercato finanziario. Si può forse giustificare così il fatto che qui si continui a parlare di mercato mobiliare e di intermediari del mercato mobiliare anche se le incertezze terminologiche confermano le difficoltà che si incontrano quando si pretenda di separare, nettamente, nell'ambito del mercato finanziario, ciò che nei fatti non è facilmente distinguibile. Riflessione, quest'ultima, che non elimina, tuttavia, l'utilità di far ricorso a concetti, come quello di mercato mobiliare, purché si attribuisca allo stesso il solo compito di individuare il «cuore» di un segmento del mercato finanziario e non anche di fissarne una sicura e definitiva delimitazione.





## Capitolo II

# *Cenni di storia dell'ordinamento italiano del mercato mobiliare*

SOMMARIO: 1. Mercato mobiliare e intermediari finanziari. – 2. Mercato mobiliare e Borsa Valori. – 3. Il modello francese di Borsa Valori e il Codice di Commercio del 1865. – 4. Il modello anglosassone di Borsa Valori e il Codice di Commercio del 1882. – 5. La riforma del 1913. – 6. La pubblicizzazione della Borsa negli anni Venti e Trenta. – 7. La legge n. 216 del 1974: l'istituzione della Consob e la disciplina delle società quotate. – 8. L'istituzione del Mercato ristretto. – 9. La legge n. 77 del 1983 e la disciplina generale del mercato mobiliare. – 10. Le riforme degli anni Ottanta. – 11. Il Mercato secondario dei titoli pubblici (MTS). La Monte titoli. – 12. Le riforme dei primi anni Novanta. – 13. Le direttive Eurosim. – 14. Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria del 1998. – 15. Dopo il Testo Unico della finanza.

### *1. Mercato mobiliare e intermediari finanziari*

Il mercato mobiliare costituisce, come abbiamo ricordato, un segmento del mercato finanziario, che concorre, con gli altri segmenti e soprattutto con l'insieme degli intermediari bancari, al trasferimento (e alla trasformazione) del risparmio dagli operatori che hanno un saldo finanziario positivo (soprattutto le famiglie) agli operatori economici che presentano un saldo finanziario negativo (soprattutto imprese e pubblica amministrazione).

Nascono dunque, ed inevitabilmente, rapporti di concorrenza, in particolare fra mercati mobiliari e intermediari bancari; e mentre alcuni sistemi economici vedono la prevalenza degli intermediari bancari (sistemi orientati agli intermediari), altri sistemi affidano soprattutto al mercato mobiliare e ai relativi intermediari il finanziamento delle imprese (modello anglosassone orientato al mercato). Anche se appaiono sempre più evidenti, da un lato, gli svantaggi, per il finanziamento di un'economia nel suo complesso, derivanti da mercati finanziari squilibrati a favore delle banche o del mercato e, dall'altro, la complementarità dei vari segmenti che costituiscono l'intermediazione finanziaria nel suo insieme. Il mercato

finanziario italiano è sempre stato, e per molti aspetti continua ad essere, un mercato fortemente orientato agli intermediari bancari, nel quale il mercato mobiliare aveva una importanza molto limitata nel finanziamento delle imprese; innegabile, in particolare, è sempre stata la debolezza del mercato azionario e del suo più importante segmento regolamentato: la Borsa.

A questa costante emarginazione del mercato mobiliare ha corrisposto una sostanziale insufficienza della relativa disciplina ed anzi è ragionevole immaginare che una, anche se non la più importante, delle cause che hanno ostacolato uno sviluppo adeguato del primo sia proprio costituita dalle insufficienze del relativo ordinamento; insufficienze che hanno impedito il formarsi delle condizioni di trasparenza, di correttezza e di stabilità che abbiamo già visto essere necessarie per lo sviluppo di un efficiente ed evoluto mercato mobiliare.

Naturalmente, ci si dovrebbe anche interrogare sulle forze che hanno ostacolato, o comunque non favorito, la formazione di un ordinamento idoneo per tale sviluppo. E nel farlo sembra inevitabile tener presente che il mercato mobiliare avrebbe potuto rivelarsi un pericoloso concorrente per il sistema bancario. Ma, come si accennava, questa sembra storia passata: oggi il convincimento che le banche abbiano bisogno di mercati regolamentati forti e che, specularmente, un sistema bancario efficiente costituisca un elemento essenziale per lo sviluppo del mercato mobiliare sembra radicato. Il che forse concorre a rendere ragione dei notevoli risultati che, anche per effetto delle direttive comunitarie, sono stati realizzati sulla via che permetta anche al nostro mercato mobiliare di avere un ordinamento che ne consenta un adeguato sviluppo: tale ordinamento ha trovato, nel 1998, una propria organica sistemazione nel già ricordato Testo Unico delle norme in materia di intermediazione finanziaria.

I pochi cenni che seguono dovrebbero, quanto meno, dar conto delle linee dell'ordinamento italiano, delle sue tradizionali insufficienze e dell'opera di adeguamento che lo stesso ha vissuto negli anni più recenti.

## *2. Mercato mobiliare e Borsa Valori*

Per sottolineare la storica mancanza, in Italia, di un'adeguata disciplina del mercato mobiliare, basterebbe ricordare che, fino al 1983, non esisteva nel nostro paese un ordinamento generale dello stesso, un ordinamento che prendesse in considerazione il mercato mobiliare in quanto tale.

L'unico momento di questo mercato che veniva sottratto alle norme di diritto comune era la Borsa: ossia, come abbiamo già visto, una particola-

re organizzazione dei servizi di mercato; mancava una qualsiasi disciplina dell'appello al pubblico risparmio, mancava una disciplina degli investitori istituzionali, non esistevano norme particolari per le società che facevano ricorso al risparmio diffuso, non esisteva una regolamentazione delle imprese di investimento (se si escludono gli agenti di cambio). Per un lungo tratto la storia dell'ordinamento del mercato mobiliare si è esaurita, dunque, nella storia dell'ordinamento di Borsa.

E proprio perché si identifica con l'ordinamento del mercato mobiliare, l'ordinamento di Borsa, con le sue vicende, merita di essere ricordato in questa sede, pur riguardando un aspetto soltanto del mercato mobiliare.

### *3. Il modello francese di Borsa Valori e il Codice di Commercio del 1865*

Recependo il modello adottato dalla Francia e già attuato, in coincidenza con il dominio francese, dalla Borsa di Milano, il Codice di Commercio del 1865 prevede che le Borse di commercio debbano essere istituite con decreto reale; che nelle stesse si negozino sia merci sia titoli; che la stipulazione dei relativi contratti, a pena di nullità, sia riservata agli agenti di cambio, pubblici mediatori pure nominati per decreto reale; che sulla base dei contratti così stipulati sia determinato il prezzo ufficiale delle merci e dei titoli; che gli agenti di cambio debbano agire in nome proprio ma non possano operare in proprio; che gli stessi non debbano considerarsi commercianti e non possano «riunirsi in società» per l'esercizio delle proprie funzioni. La determinazione delle tariffe per i compensi degli agenti, così come la vigilanza sugli stessi, sono affidate alle Camere di Commercio, organismi formalmente pubblici ma gestiti da banche e imprese e dai cui organi rimangono esclusi proprio gli agenti di cambio in quanto non commercianti. Le Camere di Commercio forniscono altresì tutte le strutture e i servizi necessari alla Borsa.

Il modello si fonda, dunque, su un'organizzazione pubblica della Borsa, imperniata formalmente sul monopolio delle negoziazioni in capo agli agenti di cambio, anche se i servizi sono forniti da una struttura dominata da banche e imprese. E tra banche e agenti si realizza, quasi subito, un facile compromesso, che inciderà negativamente sul futuro della Borsa Valori.

Le negoziazioni sui valori mobiliari, e soprattutto quelle relative alle azioni e alle obbligazioni delle società industriali, avvengono «nelle private case dei commercianti», «nei privati studi dei banchieri», e sono solo formalmente concluse in Borsa, con salvezza del monopolio degli agenti