

# Il diritto dei mercati finanziari e le origini del mercato mobiliare in Italia

**Autore:** Concas Alessandra

**In:** Diritto civile e commerciale

Il diritto dei mercati finanziari insieme al diritto privato dell'economia, si inserisce in un più ampio settore disciplinare, che prende il nome di diritto dell'economia, il quale comprende gli insegnamenti che riguardano la regolamentazione privatistica e pubblicistica delle attività economiche.

Il diritto dei mercati finanziari, oltre al diritto privato, ha degli aspetti in comune con il diritto commerciale.

Sino agli Settanta del secolo scorso la disciplina dell'intermediazione finanziaria in Italia coincideva con quella dell'attività bancaria incentrata sulla legge bancaria degli anni Trenta.

Il complesso processo di produzione normativa della disciplina del mercato mobiliare prende avvio nel 1974 con la creazione della Commissione nazionale per le società e la borsa.

Questo processo subisce una brusca accelerazione durante gli anni Novanta anche con il recepimento di numerose direttive comunitarie.

La fase iniziale di regolazione dei mercati finanziari fu abbastanza timida.

Alla Consob, al momento della sua costituzione, vennero affidati solo due compiti:

il controllo della borsa e il controllo di trasparenza sugli emittenti quotati in borsa, che rappresenta il reale aspetto innovativo di quella prima disciplina.

Negli anni successivi l'evoluzione della Consob fu il metro di misura dell'evoluzione dell'intera disciplina dei mercati mobiliari.

Un primo passo in avanti fu rappresentato dalla istituzione nel 1977 di un nuovo mercato regolamentato italiano, il mercato ristretto, la quale disciplina ricalca a grandi linee quella della borsa valori.

Una vera e propria svolta fu realizzata nel 1983 con l'approvazione della legge 23 marzo 1983, n. 77 che segnò l'ampliamento delle competenze della Consob ad attività non necessariamente connesse con la borsa.

Questo significò la nascita di una prima disciplina rivolta al mercato mobiliare come tale.

La legge n. 77/1983 introdusse per la prima volta in Italia una disciplina dei controlli sulle attività di raccolta del risparmio non bancario, definite "sollecitazione al pubblico risparmio".

Secondo questa legge, la Consob controlla coloro "che intendono procedere all'acquisto o alla vendita attraverso offerta al pubblico di azioni o di obbligazioni anche convertibili, o di qualsiasi altro valore mobiliare italiano o estero, qui compresi i titoli emessi da fondi di investimento mobiliari e immobiliari, italiani o esteri, ovvero sollecitare con altri mezzi il pubblico risparmio". (ai sensi degli articolo. 1-18 e seguenti).

La portata delle modifiche, introdotte con la legge n. 77/1983, alla legge n. 216/1974 è attestata dalla

nozione di valore mobiliare, per la quale si intende:

“ogni documento o certificato che direttamente o indirettamente rappresenti diritti in società, associazioni, imprese o enti di qualsiasi tipo, qui compresi i fondi di investimento italiani o esteri, ogni documento o certificato rappresentativo di un credito o di un interesse negoziabile e non, ogni documento o certificato rappresentativo di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari, nonché ogni documento o certificato idoneo a conferire diritti emessi dagli enti di gestione fiduciaria (...)” ( ai sensi degli articoli 1 - 18-bis legge n. 216/1974).

L’ampia portata di questa nozione segnò l’estensione dei controlli della Consob all’intero mercato mobiliare, ferme restando le discipline relative a banche e assicurazioni che non vengono incluse in queste disposizioni.

La legge n. 77/1983 introdusse in Italia i fondi comuni di investimento, da tempo presenti in altri Paesi europei.

La disciplina del mercato mobiliare venne ampliata da ulteriori leggi.

La legge 6 giugno 1985, n. 281, riforma la Consob sotto il profilo istituzionale

la Commissione acquistò la personalità giuridica, furono resi più trasparenti i criteri di nomina dei componenti della stessa e se ne accentua il distacco e l’indipendenza dal potere esecutivo.

Questa legge introdusse anche nuove norme rivolte a rendere più trasparente il mercato, come quelle sugli obblighi di segnalazione delle partecipazioni rilevanti nel capitale delle società quotate.

Nel 1988 nacque uno specifico “Mercato secondario dei titoli di Stato”, che rappresentò un modello organizzativo diretto a influire sensibilmente sulla futura disciplina dei mercati regolamentati, perché fondato su elementi privatistici in un quadro di controlli pubblicistici ed amministrativi

La successiva legge 2 gennaio 1991, n. 1 (c.d. legge SIM) introdusse la prima disciplina organica delle attività di intermediazione mobiliare.

Con essa vennero istituite le società di intermediazione mobiliare, e i mercati borsistici furono oggetto di incisive riforme.

I controlli furono ripartiti tra la Consob e la Banca d'Italia e vennero introdotte regole pervasive dirette a disciplinare la prestazione dei vari servizi, in una prospettiva di rafforzamento della tutela degli investitori.

La legge n.1/1991 rappresentò la base per il recepimento delle direttive 93/22/CEE e 93/6/CEE in materia di servizi di investimento.

Successivamente il decreto legislativo 25 gennaio 1992, introdusse e disciplinò le società di investimento a capitale variabile che, insieme ai fondi comuni, andarono ad ampliare il novero degli investitori istituzionali che svolgevano la loro attività nel mercato mobiliare.

La legge 17 maggio 1991, n. 157 introdusse, sulla base del diritto comunitario, una disciplina dell'insider trading e ampliò gli obblighi di comunicazione al pubblico degli investitori quotati, segnando una profonda evoluzione rispetto allo schema della legge n. 216/1974.

La successiva legge 18 febbraio 1992, n. 149 introdusse in Italia la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e, in particolare, dell'OPA obbligatoria.

Il decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124 completò la gamma degli investitori istituzionali italiani introducendo la disciplina dei fondi pensione e della previdenza complementare.

Dopo la seconda metà degli anni Novanta, il processo di crescita e di trasformazione dei mercati finanziari accelerò ancora.

Le innovazioni legislative si susseguirono rapidamente a seguito della introduzione di nuovi prodotti e strumenti finanziari, della crescente integrazione dei mercati, dell'aumento della concorrenza.

Questo fenomeno riguardò sia i Paesi europei sia i principali sistemi mondiali.

L'evoluzione normativa del mercato mobiliare, è un fenomeno più recente se raffrontato alla disciplina bancaria.

Nell'arco di poco più di trenta anni l'ordinamento italiano ha visto susseguirsi ininterrottamente una serie di provvedimenti normativi che hanno mutato il quadro di riferimento del settore.

Nell'ambito di questo processo evolutivo l'anno 1996 rappresentò un momento di svolta in occasione del recepimento delle direttive 93/22/CEE e 93/6/CEE in materia di servizi di investimento.

La direttiva 93/22/CEE rappresentò il corrispondente, in materia bancaria, della seconda direttiva di

coordinamento.

Gli aspetti più significativi della direttiva furono l'introduzione del principio del mutuo riconoscimento degli intermediari, come previsto già per banche e assicurazioni, e l'introduzione di un principio di mutuo riconoscimento riferito anche ai mercati.

Per la prima volta venne sancito il principio che non soltanto i soggetti (gli intermediari) si potevano spostare all'interno della UE, ma anche i mercati potevano prestare i propri servizi in diversi Paesi, connettendosi "a distanza" con i sistemi di negoziazione dei vari ordinamenti.

Questo aspetto fu enfatizzato dall'affermarsi di nuove tecnologie e dalla trasformazione delle strutture delle borse in mercati telematici.

Si pose anche l'esigenza di regolamentare la concorrenza che poteva sorgere dal fatto che soggetti e mercati potevano circolare liberamente e ci si concentrò sui mercati migliori, cioè quelli dove operatori e investitori potevano riscontrare le condizioni più favorevoli.

Il recepimento della direttiva rappresentò in questo modo l'occasione per un ripensamento complessivo della disciplina del mercato mobiliare, per favorire lo sviluppo del mercato finanziario italiano.

La legge n. 52/1996 delegò il Governo a recepire le direttive 93/22/CEE e 93/6/CEE, prevedendo come passo ulteriore la redazione di un testo unico dell'intermediazione finanziaria.

L'art. 21, comma 4 della legge delega prevede un riordino normativo che riguarda:

La disciplina degli intermediari

La disciplina dei mercati finanziari e mobiliari

Gli altri aspetti connessi

In questo ambito il Governo ebbe il potere di modificare anche la disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza.

Con il decretollegislativo n. 415/1996 si recepì la normativa comunitaria sui servizi di investimento.

Questa normativa rappresentò una tappa di un percorso più ampio che doveva condurre all'emanazione del testo unico dell'intermediazione finanziaria.

I tempi brevi imposti dalla legge Comunitaria portarono a un rapido avvio dei lavori per la redazione di un Testo Unico "della finanza" da parte di una commissione di esperti, insediata presso il Ministero del tesoro, con la partecipazione di rappresentanti della Banca d'Italia e della CONSOB, successivamente integrata in considerazione dell'ampiezza delle tematiche di diritto societario considerate dalla delega come oggetto della riforma.

Lo schema di decreto preparato dalla commissione, presieduta da Mario Draghi, venne presentato alle Camere nel dicembre 1997 e, percorso l'iter necessario, fu definitivamente approvato dal Consiglio dei Ministri il 20 febbraio 1998.

Le finalità e lo spirito della riforma erano chiari:

il perimetro d'azione del TUF è limitato ai soggetti diversi dalle banche e dalle società finanziarie e riguarda SIM (Società di Investimento Mobiliare), fondi comuni mobiliari e immobiliari, aperti e chiusi, società di investimento a capitale variabile, che svolgono attività in strumenti finanziari, con l'obiettivo di omogeneizzare e semplificare la disciplina in materia di requisiti e procedure per la costituzione, i requisiti di professionalità e onorabilità degli esponenti aziendali e di coloro che partecipano al capitale, e le regole di vigilanza.

Il TUF ( Testo Unico in Materi Finanziaria), si presentò come legge di principi e di allocazione di poteri.

Il ricorso alla delegificazione consent' di dosare le normative secondarie in funzione del tipo di attività svolta, garantendo maggiore flessibilità alla disciplina, in modo da adattarla rapidamente alle mutevoli esigenze del settore finanziario, sulla base dell'esperienza del TUB (Testo Unico Bancario).

Sempre sulla scia del settore bancario, venne perseguita la despecializzazione dell'attività.

La riforma di intermediari e mercati, non era ritenuta sufficiente a favorire la domanda e l'offerta di investimento, nel quadro più ampio di una rivalutazione del sistema dei mercati nell'allocazione del risparmio.

Di pari importanza, venne considerata una riforma dei destinatari degli investimenti, le società quotate , della quale il dibattito teorico ha individuato le linee imprescindibili, orientate a realizzare una società "aperta e stabile", della quale l'ampliamento della delega legislativa ha tenuto conto.



Rilevante fu anche la realizzazione di forme efficaci di controllo, esterne e interne alle società, al fine di prevenire e gestire le crisi di impresa.

Anche la disciplina dei gruppi fu oggetto di riforma, sulla falsariga della disciplina predisposta per il settore bancario, con la valorizzazione del ruolo della capogruppo, diretta referente delle autorità di controllo.

Le carenze sul piano informativo del funzionamento del mercato mobiliare vennero affrontate integrando l'azione delle autorità, promuovendo organi e codici di autoregolamentazione.

In questa prospettiva, il TUF, sino dalla sua emanazione si pose come provvedimento che andava oltre i confini delle direttive comunitarie del 1993 e del "decreto Eurosim", che si "limitarono" alla disciplina degli intermediari e dei mercati.

Si approdò grazie alla "occasione storica" del recepimento di quelle direttive, ad un ripensamento globale della normativa, anche di quella che riguarda gli emittenti.

<https://www.diritto.it/il-diritto-dei-mercati-finanziari-e-le-origini-del-mercato-mobiliare-in-italia/>