1974 - 2024

CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

CONSOB
50 ANNI DI STORIA

LA REGOLAMENTAZIONE
E LA VIGILANZA
SUI MERCATI FINANZIARI
dal 1974 al 2024

La celebrazione del Cinquantenario della nascita della CONSOB si è svolta sotto la direzione di un Comitato composto dal Presidente in carica Paolo Savona, dai Past President Lamberto Cardia, Giuseppe Vegas e Mario Nava e dai Commissari Chiara Mosca, Carlo Comporti, Gabriella Alemanno e Federico Cornelli.

La direzione scientifica del volume è stata svolta da Guido Ferrarini, Professore emerito dell'Università degli studi di Genova, con la collaborazione di Davide Trasciatti, avvocato e ricercatore affiliato al CEDIF (Centro di diritto e finanza) dell'Università degli studi di Genova.

Questo libro è il risultato di un'opera corale cui hanno partecipato tutte le Unità Operative della CONSOB coordinate dal Segretario Generale Maria Antonietta Scopelliti che, cessata dall'incarico, ha continuato a seguirne l'attuazione con spirito di dedizione.

Si ringrazia:

L'Agenzia ANSA per il contributo alla ricerca e all'individuazione del materiale fotografico.

L'Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato S.p.A.

Camilla Pergoli Campanelli per il coordinamento editoriale e del progetto grafico.

POLIGRAFICO E ZECCA DELLO STATO ITALIANO

Le immagini degli interni della sede di Milano della CONSOB sono tratte dal volume *IL RESTAURO DI PALAZZO CARMAGNOLA A MILANO*, a cura di Marco Albini, Silvana Editore, 2008.
L'immagine dell'esterno della sede di Roma della CONSOB è di V. Tenore.

© 2024 – CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa).
Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

ISBN 9791298586703

CONSOB 50 ANNI DI STORIA

LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA
SUI MERCATI FINANZIARI
DAL 1974 AL 2024

INDICE

CAPITOLO 1
INTRODUZIONE
(di Guido Ferrarini)

1. Temi centrali e linee evolutive 9
1.1 Protezione degli investitori e sviluppo dei mercati 9
1.2 Le origini della CONSOB 12
1.3 La riorganizzazione della borsa e il sistema telematico 17
1.4 Le riforme legislative e il Testo unico della finanza 18
1.5 Gli scandali finanziari d'inizio secolo e le riforme del diritto societario 20
1.6 Influenza e ruolo del diritto europeo 21
2. I cinquant'anni dell'Istituzione: uno sguardo d'insieme 24
2.1 I primi passi 24
2.2 Il big bang italiano 26
2.3 L'età delle riforme 28
2.4 L'età della crisi e della vigilanza europea 29
2.5 L'età del Fintech, della sostenibilità e dell'integrazione finanziaria europea 30

CAPITOLO 2
I PRIMI PASSI (1974-1984)

1. Premessa 33
2. Il quadro normativo 34
2.1 Revisione contabile e mercato ristretto 34
2.2 L'istituzione dei fondi comuni d'investimento 35
2.3 La disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio 36
3. L'evoluzione dell'Autorità 39
3.1 Trasparenza societaria e quotazione 39
3.2 La gestione organizzativa: un avvio complesso 41
4. L'evoluzione del mercato 42
4.1 La piazza finanziaria degli anni '70 42
4.2 Il modello di borsa pubblicistico 43

CAPITOLO 3
IL BIG BANG ITALIANO (1984-1994)

1. Premessa 47
2. Il quadro normativo 48
2.1 Il nuovo assetto istituzionale della CONSOB a seguito della legge n. 281/1985 48
2.2 Il nuovo ordinamento dei mercati mobiliari 49

INDICE

3. L'evoluzione dell'Autorità 52
3.1 Il nuovo assetto istituzionale della Commissione 52
3.2 La gestione organizzativa e finanziaria 55
4. L'evoluzione del mercato 57
4.1 L'evoluzione del listino verso un sistema borsistico nazionale 57
4.2 L'avvio del sistema telematico delle borse valori 59

CAPITOLO 4
L'ETÀ DELLE RIFORME (1994-2004)

1. Premessa 63
2. Il quadro normativo 64
2.1 Dal decreto Eurosim al TUF 64
2.2 La svolta nel processo di armonizzazione europea 65
3. L'evoluzione dell'Autorità 70
3.1 Un'Autorità vicina al mercato 70
3.2 Il TUF e la CONSOB 70
3.3 L'attività di vigilanza 74
3.4 La gestione organizzativa e l'autofinanziamento 75
4. L'evoluzione del mercato 76
4.1 L'evoluzione del listino fra tendenze contrastanti 76
4.2 Mutamenti della piazza finanziaria 79
4.3 La privatizzazione di Borsa Italiana e il consolidamento della filiera nazionale 79

CAPITOLO 5
L'ETÀ DELLA CRISI E DELLA VIGILANZA EUROPEA (2004-2014)

1. Premessa 83
2. Il quadro normativo 84
2.1 La Legge sul risparmio e la disciplina MiFID 84
2.2 La risposta alla crisi finanziaria in Europa 86
3. L'evoluzione dell'Autorità 90
3.1 Il nuovo profilo istituzionale della CONSOB, a valle delle riforme del 2005 90
3.2 La CONSOB e la partecipazione all'ESFS 91
3.3 La vigilanza sui mercati alla luce di alcuni casi celebri 92
3.4 La gestione amministrativa in una congiuntura complessa 96
4. L'evoluzione del mercato 98
4.1 Borsa e listino, trend negativi 98
4.2 La direttiva MiFID e la fusione Borsa Italiana–LSEG 100

INDICE

Capitolo 6

L'età del fintech, della sostenibilità e dell'integrazione finanziaria europea (2014-2024)

1. Premessa 105
2. Il quadro normativo 107
2.1 La CMU del Fintech e della sostenibilità 107
2.2 Alla ricerca della competitività: il ddl Capitali 110
3. L'evoluzione dell'Autorità 111
3.1 Nuove opportunità, crisi e sviluppi istituzionali 111
3.2 La Commissione ai tempi della data driven supervision 118
3.3 La gestione finanziaria e organizzativa: i problemi aperti 119
4. L'evoluzione del mercato 121
4.1 Fra nuove quotazioni e delisting 121
4.2 Il mercato della MiFID II 123
4.3 Borsa Italiana entra nel gruppo Euronext 124
4.4 Il futuro della finanza decentralizzata 126
4.5 Il ruolo della finanza nella transizione verso un'economia sostenibile 128

Appendici

1 – L'EVOLUZIONE DEL CONTESTO

Fig. A1.1 – Società quotate su Borsa Italiana per sedi di negoziazione 134
Fig. A1.2 – Capitalizzazione di borsa e controvalore degli scambi 134
Fig. A1.3 – Attività finanziarie per settore istituzionale 134
Fig. A1.4 – Ricchezza finanziaria netta per settore istituzionale 135
Fig. A1.5 – Composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie 135
Fig. A1.6 – Composizione della ricchezza finanziaria delle società non finanziarie 135
Fig. A1.7 – Ripartizione delle attività finanziarie delle famiglie nei decenni 136
Fig. A1.8 – Ripartizione delle attività finanziarie delle società non finanziarie nei decenni 136
Fig. A1.9 – Azioni quotate detenute da famiglie e società non finanziarie 136
Fig. A1.10 – Titoli di debito detenuti da famiglie e società non finanziarie e PIL reale 137

2 – L'ATTIVITÀ CONSOB

2.1 – L'evoluzione dell'organico 138
2.2 – I prospetti depositati 138
2.3 – Le offerte pubbliche di acquisto e/o scambio 140
2.4 – Le impugnative di bilancio e i procedimenti ex art. 154–ter, comma 7 del TUF 140
2.5 – Gli abusi di mercato 140
2.6 – La vigilanza sugli intermediari non bancari 141
2.7 – Gli accordi di cooperazione internazionale sottoscritti dalla CONSOB 142

Riferimenti bibliografici 145

La sede CONSOB di Roma

Capitolo 1

Introduzione

*di Guido Ferrarini**

Il presente capitolo intende fornire una rappresentazione sintetica dei primi 50 anni di attività della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa – CONSOB, dapprima in alcuni aspetti generali e, poi, nei loro contenuti essenziali. I capitoli successivi offriranno, invece, l'analisi di ciascuno dei cinque decenni di operatività dell'Istituzione in maggiore dettaglio. Questa divisione del lavoro consentirà di individuare i tratti tipici di ciascuno dei periodi considerati e di collocare l'Istituzione nel contesto regolamentare e di mercato che li caratterizza. L'analisi dei cinque decenni sarà svolta secondo uno schema prefissato, che ripartisce i fenomeni osservati in tre sezioni, riguardanti, rispettivamente, l'evoluzione legislativa e regolamentare; l'organizzazione e l'attività della CONSOB nel periodo considerato; l'andamento del mercato mobiliare e il suo sviluppo. Dall'analisi emergerà come le tre aree osservate siano fra loro naturalmente interconnesse, influenzandosi negli anni in un reciproco rapporto, con continui scambi nelle dinamiche di causa–effetto. Dalla prospettiva dei 50 anni emergerà un quadro di notevole dinamismo, che ancora continua in forme diverse ma eguale intensità.

1. Temi centrali e linee evolutive

1.1 Protezione degli investitori e sviluppo dei mercati

Il mercato mobiliare italiano era, all'epoca della nascita della CONSOB, di dimensioni ridotte rispetto alle esigenze dell'economia nazionale, come vedremo nel capitolo II. La teoria del *law and finance* spiegherebbe tale stato di arretratezza come il risultato di una scarsa tutela degli investitori[1], comune al sistema italiano e ad altri sistemi di *civil law*, i quali risulterebbero, secondo la medesima teoria, meno adatti di quelli di *common law* a creare le condizioni per uno sviluppo dei mercati mobiliari. Questa tesi è suggestiva e ha trovato un largo seguito in ambienti accademici, oltre a influenzare i lavori di riforma del diritto dei mercati

*Professore emerito di diritto commerciale, Università di Genova.

[1] Su questa teoria, cfr. La Porta, F. Lopez–de–Silanes et al (1998); *id* (1999).

finanziari in diversi paesi, incluso il nostro, nell'ultimo decennio del secolo scorso[2]. Tuttavia, essa vuole forse provare troppo quando, oltre a stabilire una evidente correlazione tra diritto e sviluppo finanziario, individua un rapporto di causalità, affermando che la protezione degli investitori – nei termini che per anni hanno caratterizzato la *securities regulation* americana – è necessaria perché mercati di valori mobiliari possano sorgere e svilupparsi.

Come da altri argomentato, la sequenza di causa ed effetto va sovente in una direzione opposta, in quanto gli sviluppi giuridici tendono in parte a seguire più che precedere i mutamenti economici[3]. La stessa storia giuridica e finanziaria degli Stati Uniti dimostra che i mercati di valori mobiliari precedettero la legislazione di protezione degli investitori, anziché seguirla, e che prima si sviluppò una *constituency* di azionisti dispersi tra il pubblico, la quale poi chiese al governo protezione nel diritto societario e in quello dei mercati finanziari, divenendo così un motore di riforme legislative. Anche in Italia, come vedremo, il diritto dei mercati finanziari, pur avendo avuto origine solo negli anni '70 del secolo scorso con l'istituzione della CONSOB, ha trovato uno sviluppo nei decenni successivi, quando i mercati mobiliari ripresero a svilupparsi anche per effetto della liberalizzazione dei flussi internazionali di capitali e dell'integrazione delle economie europee.

La politica economica sembra offrire una spiegazione convincente dello sviluppo finanziario, che non è necessariamente in contrasto con quella appena esposta della *law and finance*[4]. Infatti, da una tale prospettiva emerge con chiarezza in Italia una relazione negativa tra sviluppo del mercato mobiliare e proprietà statale di molte grandi imprese nella seconda metà del secolo scorso. Uno studio di A. Aganin e P. Volpin afferma che la stagnazione del mercato di borsa è durata fino al 1980 e che solo nel 1985 il numero di società italiane quotate ha superato quello raggiunto nel 1930: «*mentre il mercato di borsa stagnava, il ruolo del governo cresceva. Dal 1950 al 1980, tra il 15 e il 20 per cento delle società quotate erano controllate dallo Stato*»[5]. La situazione successivamente mutò: il numero di società quotate, pur restando relativamente basso, aumentò mentre la quota di società che rimanevano in mano pubblica si ridusse. Questo fu il risultato delle privatizzazioni effettuate principalmente negli anni '90, quando il Governo si impegnò intensamente nella promozione del mercato dei capitali[6].

Anche la teoria politica del governo societario contribuisce a spiegare alcuni aspetti chiave del nostro sviluppo economico. Secondo Mark Roe, «*le socialdemocrazie più forti hanno premuto sulle imprese perché favorissero i dipendenti rispetto al capitale investito, ma gli azionisti hanno resistito ad esse ed il modo migliore di resistere fu spesso quello di creare o mantenere una proprietà concentrata e spesso privata*»[7]. Sebbene

---

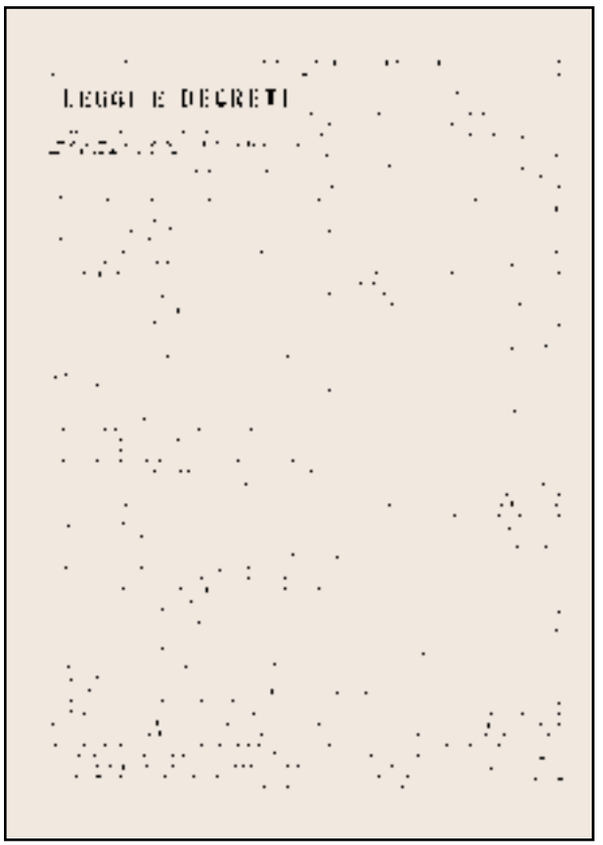
[2] Cfr. Ferrarini (2018).
[3] Coffee (2001), p. 7.
[4] Pagano e Volpin (2001), p.2.
[5] Cfr. A. Aganin e Volpin (2003), p.2; v. anche Barca (1997); Siciliano (2001).
[6] *Ibidem*. Si veda anche Freni (2021).
[7] Cfr. Roe (2003), pp.162 ss.

l'Italia della seconda metà del secolo scorso riflettesse solo in parte il modello della socialdemocrazia, le pressioni degli *stakeholders* erano forti e potevano incidere negativamente sugli interessi degli azionisti di grandi imprese, specialmente quando si trattava di azionisti diffusi. Questo spiega non solo lo scarso numero di società italiane con azionariato diffuso, bensì anche il limitato sviluppo del nostro mercato dei capitali. Solo negli anni '90 le ideologie contrarie al mercato si ammorbidirono e l'economia venne liberalizzata abbastanza da rendere praticabile l'idea di promuovere uno sviluppo del mercato mobiliare, la quotazione in borsa e la dispersione della proprietà azionaria[8].

Come vedremo nel corso del libro e, per una parte, in questo stesso capitolo, nessuna teoria può, da sola, spiegare interamente la correlazione tra riforme legislative, progresso tecnologico e sviluppo dei mercati nel mezzo secolo dalla costituzione della CONSOB. Infatti, la riforma societaria del 1974 è stata molto importante, perché ha introdotto in Italia un sistema di vigilanza a tutela degli investitori, consentendo un maggiore sviluppo del mercato mobiliare; ma anche la riorganizzazione della borsa e l'introduzione del sistema telematico di negoziazione hanno dato un contributo decisivo allo sviluppo di un mercato moderno, così come le privatizzazioni di grandi imprese statali e della stessa borsa, che ebbero luogo negli anni '90. La creazione di un diritto italiano del mercato finanziario ha comunque richiesto oltre un ventennio di riforme, spesso spinte dalla legislazione europea, trovando un primo compimento nel Testo unico della finanza del 1998, che è stato voluto sia per dare ordine alla materia sia per consentire alle privatizzazioni di avvenire in un contesto di regole e di vigilanza della finanza privata. Le varie crisi dei mercati e gli scandali finanziari, che si sono succeduti fino ad epoca recente, hanno spinto a ulteriori riforme, che, a loro volta, hanno portato a un rafforzamento delle strutture di vigilanza e quindi della CONSOB come istituzione, sempre più inserita nel quadro regolatorio della UE.

Nel resto di questa sezione, cercheremo di cogliere alcuni tratti salienti di un simile sviluppo. Anzitutto, vedremo come si è formata la CONSOB, per effetto di una legge del 1974 che trovava, però, le sue origini in discussioni e lavori avviati già negli anni '50. Vedremo, poi, come il mercato borsistico italiano sia stato profondamente riorganizzato negli anni '80, proprio ad iniziativa della CONSOB, che all'epoca aveva ancora poteri di organizzazione e di gestione dei mercati. Vedremo ancora come le riforme legislative del mercato mobiliare si siano sviluppate nel ventennio successivo all'istituzione della CONSOB, fino a trovare un'ordinata composizione nel Testo unico della finanza; e come le crisi che hanno seguito l'adozione di questo testo fondamentale dei nostri mercati finanziari abbiano richiesto ulteriori riforme, inclusa quella del diritto societario, che il Testo unico aveva già preparato, almeno sul piano ideale. Chiuderemo questa prima sezione del capitolo con una sintesi sul ruolo parallelo e crescente del diritto europeo nella disciplina del nostro mercato mobiliare e di quelli internazionali, dei quali anche il nostro, ormai da anni, fa parte.

[8] Cfr. Ferrarini (2005).



1.2 Le origini della CONSOB

Istituita con decreto–legge 8 aprile 1974, n. 95[9], convertito in legge 7 giugno 1974, n. 216[10], la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa rappresentava «*un organismo totalmente nuovo per il nostro ordinamento, ma già ampiamente collaudato in altri Paesi, ove da tempo opera[va]no, con successo, istituzioni dotate d'analoghi compiti*»[11], come, in particolare, negli Stati Uniti d'America, ove la ormai quarantennale attività della *Securities and Exchange Commission* (SEC), nata nel 1934 per correggere le gravi disfunzioni nell'attività borsistica[12] poste in drammatica luce dalla crisi mondiale finanziaria del 1929, aveva contribuito ad assicurare a quel mercato uno sviluppo senza precedenti[13]. Con la crisi in cui versava il mercato borsistico[14] e l'accresciuto numero dei rispar-

[9] Il testo del d.l. 8 aprile 1974, n. 95 – Disposizioni relative al mercato mobiliare e al trattamento fiscale dei titoli azionari (G.U., Serie Generale, 9 aprile 1974, n. 94), è pubblicato anche in *Riv. soc.*, 1974, pp. 342-349.

[10] Landi (1975), pp. 1 ss., e ivi nota n. 1, dove l'autore cita Camera dei deputati, VI legislatura, atto n. 2903–A: Relazione della VI Commissione permanente (Finanze e Tesoro) sul disegno di legge per la conversione in legge del d.l. 8 aprile 1974, n. 95 (relatore Giuseppe La Loggia), II, 1.

[11] Così *Il progetto la Malfa per la riforma delle borse*, in *Riv. soc.*, 1974, pp. 371-372.

[12] Tali disfunzioni furono efficacemente riportate nel Report del 1934 sul funzionamento di *Wall Street*, commissionato dal *Committee on Banking & Currency* del Congresso Statunitense, recentemente oggetto di una ristampa in Italia, promossa dal Club Isonzo: US Senate Committee on Banking & Currency, (1934*)*.

[13] La SEC, già all'epoca, rappresentava un modello di agenzia federale (*regulatory agency*), con ampi poteri amministrativi e normativi, indipendente dal Governo. Quel modello, in una certa misura, si diffuse anche nell'Europa continentale: in Francia, con le *autorités administratives indépendantes*, tra le quali rientrava la *Commision des opèrations de bourse* (C.O.B.), istituita con ordinanza del 28 settembre 1967; in Belgio, con la *Commission bancaire* istituita dalla legge 10 giugno 1964. Entrambe le istituzioni nacquero in un momento storico in cui si avvertiva un maggiore bisogno di finanziamento delle imprese sul mercato dei capitali. Sul processo che portò alla creazione di queste Autorità si veda Lamfalussy (1972), pp. 51 ss.

[14] Si vedano in questo senso gli Atti parlamentari, *Relazione della VI Commissione permanente (Finanze e Tesoro) sul disegno di legge per la conversione in legge del d.l. 8 aprile 1974, n. 95*, ove si legge che, con la istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, ci si proponeva di «res*tituire all'investimento azionario la fiducia dei risparmiatori*» e di «*proporre una soluzione ad alcune più sentite esigenze del mercato mobiliare*» con lo scopo di «*riattivare il flusso degli investimenti nei settori produttivi particolarmente provati dall'attuale congiuntura*» e «*assicurare un'adeguata informazione del mercato ed esercitare un'efficace vigilanza sulle società quotate, al fine di garantire il miglior funzionamento della struttura organizzativa della società nell'intento di tutelare il pubblico risparmiatore*» e, infine, di «*uniformare la legislazione italiana in tema di controlli sulle società e sull'attività della borsa a quella dei Paesi economicamente più avanzati*». Sulla crisi e sui problemi del mercato borsistico cfr. gli atti della tavola rotonda di un Convegno svoltosi a Milano, nei giorni 4 e 5 aprile 1975, presso l'Università statale, su *Problemi attuali delle borse valori*, in *Giur. comm.*, n. 5, 1975, I, pp. 630 ss., e n. 6, 1975, I, pp. 825 ss.

miatori, era indilazionabile l'introduzione di regole e controlli sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti dei soggetti che operavano nel mercato finanziario. Si intendeva così dare attuazione all'art. 47, comma 2, Cost. sulla tutela del risparmio, con specifico riferimento al «*diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese*».

Il percorso delle riforme in questa materia può essere fatto risalire al 1955, quando, a fianco della rivista *Il Mondo,* diretta da Mario Pannunzio, fu costituito un club degli Amici del Mondo, che, nel marzo di quell'anno, tenne un primo convegno dal titolo "*La lotta ai monopoli*". Come ci ricorda Giuseppe Acerbi, in tale convegno «*prevalse l'indirizzo pubblicistico di Leopoldo Piccardi ed Ernesto Rossi che si espressero per la nazionalizzazione di industrie 'monopolistiche', a cominciare da quelle elettriche. Invece, Tullio Ascarelli sostenne una linea privatistica di riforma della disciplina societaria su punti nodali di* governance*, come il ridimensionamento degli incroci azionari, una drastica limitazione delle deleghe in assemblea escludendone l'incetta da parte delle banche a sostegno improprio degli amministratori, la riforma del diritto di opzione con l'introduzione del sovrapprezzo obbligatorio in caso di sua esclusione 'quando l'interesse della società lo esige'. Inoltre egli propose l'introduzione di una legge antitrust con una commissione apposita sull'esempio statunitense*»[15]. La linea di pensiero pubblicistica prevalse in occasione della nazionalizzazione dell'industria elettrica nel 1962, ma la linea privatistica di Ascarelli risultò vincente nel lungo termine[16]. Già nel 1959-61 una Commissione presieduta da Francesco Santoro–Passarelli formulò una proposta di riforma del diritto societario che prevedeva, tra l'altro, l'introduzione delle azioni di risparmio e di una vigilanza sulle società con azioni quotate in borsa affidata alla Banca d'Italia, che rappresentava «*un passo non secondario nel tormentato percorso riformistico*»[17].

Tra i punti programmatici del primo Governo di centro–sinistra, costituito nel 1963 e presieduto da Aldo Moro, vi era la riforma della società per azioni. Fu, all'uopo, istituita una Commissione, presieduta da Alfredo De Gregorio, che elaborò un progetto composto di ben 130 articoli e accompagnato da una relazione

---

[15] Acerbi (2016), pp. 38 ss. Sull'evoluzione delle varie proposte legislative anche successive: Marchetti (2011), pp. 55 ss.; Cavazzuti (2015).

[16] Vedila esposta in Ascarelli (1956), pp. 3 ss..

[17] Acerbi (2016). In termini di vigilanza, il Progetto Santoro–Passarelli intese fare leva sulle strutture amministrative esistenti, proponendo una visione unitaria della vigilanza pubblica in materia di tutela del risparmio, incentrata sulla Banca d'Italia: «*Per l'attuazione del controllo dovrebbe essere creato un organo pubblico, alle dipendenze della Banca d'Italia, e cioè del Governatore. Quest'organo dovrebbe costituire una sezione speciale dell'organo di vigilanza sul risparmio, parallela a quella che già esiste. L'organo di vigilanza sul risparmio dovrebbe cioè risultare di due sezioni: una della vigilanza sulle aziende di credito, l'altra di vigilanza sulle società*», cfr. *Relazione della prima Commissione ministeriale per la riforma della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1964, p. 439.

di maggioranza e due di minoranza[18]. Il Progetto prevedeva una vigilanza governativa sulle società quotate esercitata dalla Banca d'Italia, secondo le linee fissate dal Comitato interministeriale per il credito e risparmio (CICR), con poteri, tra l'altro, di nomina dei presidenti dei collegi sindacali, di chiedere informazioni e di eseguire ispezioni, di stabilire le forme tecniche dei bilanci d'esercizio e dei bilanci consolidati, di chiedere la convocazione dell'assemblea per deliberare l'azione di responsabilità, di impugnare le delibere assembleari. Il Progetto De Gregorio costituì oggetto di un Convegno internazionale a Venezia promosso dalla *Rivista delle società*, nel quale furono discusse dai più affermati specialisti della materia le tematiche della modernizzazione della disciplina azionaria e dei mercati finanziari[19]. Il Progetto venne poi rivisto da un Comitato interministeriale, ma non sui poteri di vigilanza della Banca d'Italia, nonostante alcune riserve politiche[20].

Successivamente, però, l'intero tema della riforma societaria perse di impulso e restò dormiente fino all'estate del 1971, quando si verificò un fatto che risvegliò l'attenzione sulla necessità di riforme: «*l'offerta pubblica di acquisto della Società italiana per le strade ferrate meridionali, detta Bastogi, il 'salotto buono' della finanza italiana che era al centro di incroci azionari ingessanti i controlli di importanti società quotate, offerta lanciata dal finanziere d'assalto Michele Sindona, non nuovo a manovre borsistiche, che di lì a poco sarà protagonista di un grave dissesto*»[21]. L'impatto suggestivo dell'*affaire* Bastogi sull'opinione pubblica fu elevato e diede nuova spinta allo spirito riformistico. Nell'immediatezza, venne depositata in Parlamento una prima proposta di legge d'iniziativa parlamentare, limitata tuttavia alla sola disciplina dell'offerta pubblica[22]. Successivamente,

---

[18] *Ibidem*, p. 40, nonché Marchetti (2011), p. *57*.

[19] AA. VV. (1968), ove a p. 1*577* è riprodotto lo *Schema di disegno di legge concernente la riforma della disciplina delle società commerciali (*Progetto de Gregorio); cfr. Padoa–Schioppa e Marchetti (1997), pp. 139 ss.

[20] Il disegno di legge rivisto è pubblicato anche in *Riv. soc.*, 1966, pp. 93 ss. In particolare, l'allocazione delle competenze di vigilanza in capo a Banca d'Italia non fu una soluzione unanimemente condivisa. Nella revisione del progetto, il Ministero del Bilancio tentò di creare consenso per l'istituzione di un organo di vigilanza *ad hoc* di nomina governativa, anziché concepito come emanazione diretta della Banca d'Italia. Del relativo dibattito è dato conto nella *Relazione accompagnatoria* al *nuovo testo dello schema di disegno di legge sulla riforma della disciplina delle società commerciali*, in *Riv. soc*. 1967, pp. 350 ss.

[21] Acerbi (2016), p. 42, il quale continua ricordando: «*Si formarono due schieramenti, a favore e contro; l'offerta di Sindona fallì per l'ostilità del Governatore Carli, che giustamente ne diffidava, ma mise in luce l'arretratezza del sistema finanziario italiano e le anomalie nei controlli societari*».

[22] Il progetto, promosso da un gruppo di Deputati e Senatori appartenenti alla Democrazia Cristiana, fu presentato il 3 dicembre 1971 alla Camera dei deputati, ed è riprodotto in *Riv. soc.*, 1971, pp. 1176 ss. Tale progetto, limitato esclusivamente alla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto, propose l'introduzione di un comitato permanente per la sorveglianza sulle offerte pubbliche di acquisto, costituito, presso la Banca d'Italia, da esponenti di nomina governativa (cfr. art. 1).

nel 1972, un'ulteriore proposta d'iniziativa parlamentare, stavolta relativa alla disciplina delle società per azioni, venne depositata alla Camera[23]. Il Governo Andreotti istituì una Commissione presieduta dal Consigliere di Cassazione Dino Marchetti, che formulò un testo essenziale di riforma societaria, che, per le quotate, prevedeva un'autonoma Commissione di controllo[24]. Nel successivo Governo, il Ministro del Tesoro La Malfa presentò un nuovo progetto nel 1973, anch'esso di sintesi, sulla istituzione del controllo delle quotate – con i poteri che, a distanza di poco tempo, sarebbero stati concessi alla CONSOB – e sulle riforme in materia che apparivano urgenti[25]. La Malfa si dimise nel 1974, ma la spinta del suo progetto non venne meno, grazie agli stimoli di Guido Carli[26]. Frattanto, si era entrati in una crisi finanziaria cagionata dalla sospensione della convertibilità del dollaro in oro, dalla sua svalutazione nel 1971 e dalla crisi petrolifera, a seguito della guerra dello Yom Kippur nel 1973. Questa crisi rendeva evidente la necessità di ricorrere al risparmio privato, previa adozione di adeguati strumenti di tutela, per il finanziamento dei gruppi industriali[27]. Si ricorse, pertanto, all'adozione di un decreto–legge per l'istituzione della CONSOB (d.l. 8 aprile 1974, n. 95).

Il dibattito sulla CONSOB divenne particolarmente intenso in Senato, nella seduta del 4 giugno 1974, in sede di conversione con modificazioni del decreto–legge 8 aprile 1974, n. 95, con l'obiettivo comune di affidare all'apparato amministrativo la tutela della completezza e veridicità dell'informazione societaria[28]. In tale sede, si pose altresì attenzione alla posizione delle minoranze azionarie, con il proposito di premiare gli azionisti di minoranza, disinteressati alla gestione sociale, con l'attribuzione di diritti patrimoniali «*particolari*», anche per incentivare «*il risparmio familiare*» verso il mercato dei capitali[29], in cambio di una limitazione

---

[23] La proposta di legge n. 257 del 14 giugno 1972 è riprodotta, insieme ad un commento di P. Marchetti, in *Riv. soc.*, 1972, pp. 172 ss..

[24] Vedilo in *Riv. soc.*, 1973, pp. 270 ss. Circa la natura dell'organo di vigilanza, si era escluso di attribuire «*il compito di agire come longa manus degli organi pubblici della programmazione e quindi come strumento d'interferenza pubblicistica nell'autonomia di gestione delle società quotate in borsa. È apparso infatti evidente che la disciplina giuridica del particolare congegno associativo che è la società per azioni non può essere modellata in funzione di una pretesa responsabilità verso il programma nazionale*», in *Relazione allo schema di disegno di legge contenente norme modificative della disciplina delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973, p. 291.

[25] Vedilo in *Riv. soc.*, 1974, pp. 370 ss

[26] I cui scopi trovarono chiara evidenza nel suo lavoro, cfr. Carli (1977).

[27] Acerbi (2016), p. 42.

[28] Sul tema si veda Visentini (1968), pp. 19 ss.

[29] Senato della Repubblica, *Discussione al disegno di legge al Senato tenuto nella seduta del 4 giugno 1974 in sede di conversione con modificazioni del decreto–legge 8 aprile 1974 n. 95 recante disposizioni relative al mercato mobiliare e al trattamento fiscale dei titoli azionari*, 292 Seduta, Resoconto stenografico, 5 giugno 1974. Il relatore on. De Ponti osservava che «*il problema del nostro mercato mobiliare è quello di incentivare l'afflusso del risparmio familiare in borsa e se peraltro, e non solo in Italia, l'esperienza dimostra che i piccoli azionisti non hanno*

La sede della *Securities and Exchange Commission* (SEC) degli Stati Uniti

nella partecipazione delle vicende sociali. La legge 7 giugno 1974, n. 216 introduceva, dunque, importanti modifiche nella disciplina di diritto societario (c.d. miniriforma del diritto azionario[30]), introducendo le azioni di risparmio e le obbligazioni convertibili[31].

1.3 La riorganizzazione della borsa e il sistema telematico

Ai primi anni di attività della CONSOB sarà dedicata specifica attenzione nel prossimo capitolo e in quello successivo riguardante il c.d. *big bang* italiano. Fin d'ora preme rimarcare, tra gli aspetti salienti dello sviluppo dell'Istituzione, l'importante contributo dato dalla CONSOB – in base ai poteri di gestione dei mercati ad essa all'epoca spettanti – alla riorganizzazione tecnica dei mercati italiani, in particolare con la pubblicazione nel 1987 di un documento dal titolo "*Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico*", redatto dopo una consultazione con le varie categorie di intermediari[32]. Il titolo costituiva chiaramente un *understatement*, in quanto il documento conteneva una proposta di riforma organica del mercato mobiliare che sarebbe stata poi realizzata negli anni seguenti con esiti positivi[33]. Nella premessa di tale documento venivano esposte le ragioni per una riforma in termini che meritano di essere ricordati, perché mostrano una chiara coscienza dei problemi del nostro mercato e una visione precisa dei metodi per affrontarli:

«*Il funzionamento del mercato borsistico italiano, tuttora regolato da una normativa risalente al periodo 1913-1932, ha evidenziato via via nel tempo sempre maggiori difficoltà e carenze. Il rilievo di tale problematica è testimoniato dalle numerose e approfondite indagini e iniziative di studio promosse nell'ultimo decennio nel nostro Paese, sia in sede parlamentare che di governo (...). Il processo di integrazione dei mercati finanziari internazionali, d'altra parte, va sempre più interessando il nostro Paese, anche in ragione della crescente attenzione dedicata dal legislatore comunitario all'obiettivo di rimuovere le barriere esistenti negli ordinamenti dei singoli Stati membri alla realizzazione di una libera ed effettiva*

---

tempo, non hanno voglia, talvolta non hanno neppure l'informazione necessaria per partecipare alle assemblee, perché, ci si domanda, fingere che tutte le azioni hanno lo stesso contenuto? La verità è che i piccoli risparmiatori considerano il loro investimento azionario più una forma di risparmio che non una volontà di partecipazione; tanto vale, quindi, distinguere nettamente i due tipi diversificandoli tra azioni di comando e azioni di risparmio. D'altra parte, le grandi imprese hanno bisogno di grandi capitali e la raccolta non può avvenire oggi, soprattutto in Italia, se non nell'ambito del risparmio familiare; anzi l'esperienza ci sta amaramente dimostrando quanto sia pericoloso alimentare gli investimenti solo attraverso l'indebitamento; quanto costa in rigidità dei singoli bilanci e in disaffezione generale ai problemi della pubblica economia non favorire l'ancoraggio del risparmio privato anche al capitale di rischio».

[30] Così si esprime Ferri (1974), pp. 189 ss. Si veda altresì Ferri (1976).

[31] Cavazzuti (2000), p. 11. Sulle azioni di risparmio si veda Spada (1974), pp. 585 ss.

[32] Vedilo pubblicato in *Riv. soc.*, 1987, pp. 1614 ss. Per una più ampia riflessione da parte di uno degli estensori del documento, cfr. Zadra (1988), pp. 213 ss.

[33] Cfr. Ferrarini (1998), p. 26.

circolazione dei capitali. Si pone, quindi, l'esigenza di un intervento di adeguamento delle strutture del mercato borsistico italiano, non solo in attuazione delle indicazioni fornite dal Parlamento, ma anche per evitare le penalizzazioni che, nell'eventualità di ritardi, verrebbero a colpire la nostra economia in questa prospettiva di maggiore e più effettiva concorrenzialità internazionale. Nella stessa direzione spingono, d'altro canto, gli interventi di ristrutturazione di recente effettuati nel mercato mobiliare inglese e quelli annunciati dalle Autorità francesi. (...) In particolare, un'attenzione specifica richiede anzitutto l'utilizzo delle nuove tecnologie telematiche utilizzate in tali paesi al fine di accrescere l'efficienza dei mercati mobiliari. L'utilizzo di questi nuovi strumenti, infatti, consentendo sia la crescita del livello di concorrenzialità fra gli operatori mobiliari sia la gestione di un volume di negoziazioni secondo tempi e modalità sino a pochi anni fa insperati, ha contribuito, infatti, a innalzare la "qualità" dei prezzi espressi su tali mercati e ridurre i costi di intermediazione»[34].

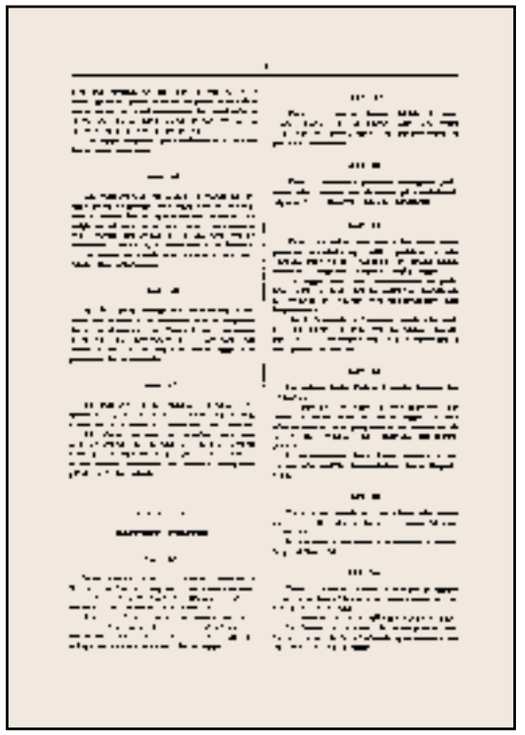
Nel seguito del documento venivano analizzati i principali passaggi di una riforma del mercato borsistico, che furono, poi, efficacemente declinati nel corso del decennio di riferimento (vedi cap. 3, par. 4.2 *L'avvio del sistema telematico delle borse valori*)[35]. Si ponevano, in particolare, i seguenti obiettivi:

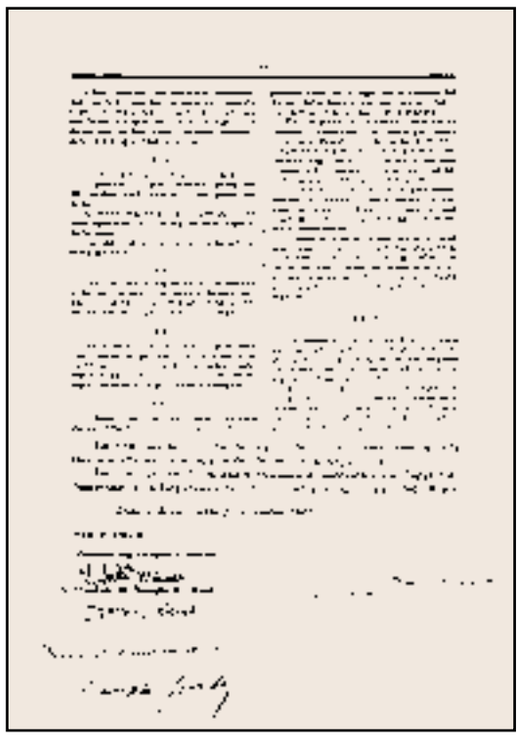
a) miglioramento delle strutture organizzative del mercato attraverso la creazione di un "sistema informativo di borsa" che assistesse le contrattazioni dalla fase di conferimento dell'ordine a quella di contrattazione;
b) introduzione di un'asta continua per le negoziazioni di borsa;
c) approvazione a livello legislativo di una regola di "concentrazione" per tutti gli affari su titoli quotati, salve talune eccezioni, come le cessioni di pacchetti di controllo e di blocchi di titoli.

1.4 Le riforme legislative e il Testo unico della finanza

Come ancora si dirà nel capitolo 4, il Testo unico della finanza (d.lgs. n. 58/1998, TUF) rappresenta il coronamento delle riforme legislative di fine secolo. Esso nacque dalla necessità di coordinare le norme di recepimento della Direttiva 93/22/CEE sui servizi di investimento (*Investment Services Directive* – ISD) del 1993 con le altre disposizioni in materia di mercati finanziari e tutela degli investitori. La ISD rappresentava un tentativo di modernizzazione del diritto dei mercati finanziari, oltre che di armonizzazione (minima) di tale diritto a livello europeo. Essa rifletteva l'esperienza britannica di liberalizzazione dei mercati finanziari (cd. *big bang*) ed era – dal punto di vista britannico – funzionale all'espansione dei servizi finanziari della *City* nel resto d'Europa.

[34] Cfr. *Riv. soc.*, 1987, p. 1616.
[35] *Ibidem*, pp. 1618 ss.





La Direttiva lasciava comunque aperti spazi di azione da parte degli Stati membri, ad es. consentendo di mantenere la concentrazione delle operazioni di borsa. Di questa possibilità si avvalse il nostro ordinamento quando implementò la Direttiva nel 1996, al fine di proteggere i nostri mercati di borsa – che erano stati riorganizzati in quegli anni con il passaggio al sistema telematico di negoziazione – e anche per contrastare la concorrenza che proveniva dalla *City* di Londra pure nella negoziazione dei titoli delle nostre società quotate[36].

Peraltro, nel TUF furono incluse, fin dalle origini, disposizioni di diritto societario relative alle società quotate, nella convinzione che la modernizzazione del diritto dei mercati dovesse includere la *corporate governance*. Tali disposizioni non erano di derivazione comunitaria, pur risentendo delle esperienze internazionali. Esse erano focalizzate sul collegio sindacale, equivalente italiano dell'*audit committee*, che già risultava disciplinato dalle *best practices* inglesi e americane. La delega per il TUF, infatti, non contemplava una riforma dei consigli di amministrazione, che sarebbe, poi, intervenuta, dapprima con il Codice di autodisciplina della Borsa del 1999 e, successivamente, con la riforma del diritto societario del 2003.

Anche la materia delle offerte pubbliche di acquisto (OPA) venne affrontata dal TUF, sia per gli aspetti societari sia per quelli di mercato. I *takeover*, infatti, si collocano a metà strada tra il diritto azionario e quello dei mercati finanziari. Inoltre, la direttiva comunitaria sulle OPA era in via di gestazione e sembrava prossima all'adozione, che, invece, avvenne sei anni dopo. Il TUF trasse dalla proposta di direttiva, tra l'altro, l'istituto dell'OPA obbligatoria, che la suddetta proposta prevedeva secondo il modello inglese del *City Code* e che molto veniva apprezzato dagli investitori internazionali come strumento di tutela delle minoranze[37].

Il TUF rifletteva la volontà di contribuire allo sviluppo del nostro mercato dei capitali, riequilibrandone il peso rispetto al sistema bancario e accrescendone la competitività nel contesto europeo e internazionale. Esso si presentava, perciò, come uno strumento di politica economica, diretto, anzitutto, a diminuire la dipendenza delle nostre imprese dal sistema bancario, riequilibrando il rapporto tra sistema bancario e mercato dei capitali in favore di quest'ultimo. Questo tema era già stato affrontato a più riprese prima del TUF, dato il carattere asfittico del nostro mercato di borsa, perlomeno fin dagli anni '30, e considerata la necessità di rivitalizzarlo per contribuire a una migliore distribuzione dei rischi e delle fonti di finanziamento delle imprese.

Le riforme attuate a partire dalla legge 216 del 1974, istitutiva della CONSOB, si palesavano, infatti, come ancora inadeguate a consentire uno sviluppo effettivo

[36] Cfr. i contributi di M. Pagano, S. Schaefer, A. Röell e M. Onado nel libro curato da Ferrarini (1998), pp. 177 ss. che descrivono il quadro competitivo dei mercati finanziari in Europa a cavallo di quegli anni.

[37] Vedine la ben nota teorizzazione di Bebchuk (1994), pp. 957 ss., secondo il quale l'OPA obbligatoria disincentiva i trasferimenti inefficienti del controllo, cioè quei trasferimenti che trasferiscono all'acquirente consistenti benefici privati del controllo, pur ostacolando certi trasferimenti efficienti, che invece andrebbero favoriti.

Giovanni Leone, Presidente della Repubblica

del nostro mercato dei capitali. Di un tale mercato, inoltre, si sentiva, negli anni '90, una rinnovata esigenza per il supporto della politica di privatizzazioni che il nostro Governo andava realizzando e che aveva bisogno del sostegno di un mercato dei capitali efficiente, nel quale poter, prima, collocare e, poi, negoziare i titoli delle società privatizzate. Analoga esigenza veniva naturalmente avvertita con riguardo al nostro debito pubblico, la cui misura era, allora, già considerevole e richiedeva una attenta gestione da parte del Governo con il supporto di adeguate strutture di mercato primario e secondario.

Oltre a questi obiettivi interni, il disegno di politica economica sottostante al TUF faceva propri quelli delle riforme comunitarie che vengono esaminati nel paragrafo 1.6.

1.5 Gli scandali finanziari d'inizio secolo e le riforme del diritto societario

Le regole del TUF in tema di governo societario furono presto messe alla prova da due serie di eventi: la crisi finanziaria di inizio secolo e i relativi scandali. All'inizio di questo secolo, si sono verificati scandali societari da ambo i lati dell'Atlantico, che presentavano caratteristiche comuni e hanno evidenziato certe ricorrenti debolezze della *corporate governance* e della regolazione dei mercati finanziari. Negli USA Enron, pur essendo nata in un settore molto tradizionale, come quello dell'energia, costituiva il paradigma di quelle imprese della *new economy* (come *Worldcom, Computer Associates, Health South, Global Crossing* e altre) che hanno, dapprima, seguito una parabola vistosamente ascendente sul piano della reputazione e delle quotazioni di borsa e sono, poi, crollate ignominiosamente, a seguito della scoperta di frodi finanziarie. *Enron* e le altre imprese ora citate hanno manipolato i propri dati finanziari con la complicità dei revisori e degli analisti, occultando la reale situazione finanziaria e inducendo in inganno gli investitori

sul valore delle proprie azioni. Le relative frodi e manipolazioni dei corsi hanno determinato una bolla speculativa, che è poi scoppiata, dando origine alla prima crisi finanziaria di questo secolo (2000-2001).

In Europa analoghi scandali si sono avuti sia nel campo della *new economy* – dove hanno riguardato società come *Lernout & Hauspie* e *Vivendi Universal* – sia in settori tradizionali dove hanno colpito società come Parmalat e l'olandese *Royal Ahold*. Anche in questi casi, manipolazioni contabili hanno determinato valutazioni errate delle società emittenti, la crisi delle quali ha portato a crolli dei titoli, quando non addirittura al fallimento delle società stesse. Le problematiche emerse da questi scandali, sul piano del governo societario, riguardavano specialmente: a) il ruolo e la disciplina dei consigli di amministrazione – in particolare, degli *audit committees* e degli *independent directors* – nonché dei dirigenti preposti a funzioni contabili; b) il ruolo e la disciplina dei *gatekeepers* – in particolare, dei revisori contabili che avevano spesso trascurato le loro funzioni di certificazione per prestare alle società revisionate più lucrosi servizi di consulenza; c) i meccanismi di incentivo dei dirigenti, rappresentati da varie forme di remunerazione variabile e – nelle società della *new economy* – specialmente da *stock options* che, spesso, creavano incentivi perversi a gonfiare i conti per spingere in alto il valore di titoli.

I primi anni di questo secolo si sono altresì distinti per le iniziative di ampia riforma del diritto societario, che rispondevano sia ad esigenze di modernizzazione – spesso intesa come maggiore flessibilità delle regole societarie e maggiori spazi per l'autonomia privata – sia ad esigenze di maggiore tutela degli azionisti/investitori, dopo gli scandali di inizio secolo. La Commissione di esperti di alto livello presieduta da Jaap Winter ha prodotto, nel 2002, il suo Rapporto su *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, che tocca alcuni dei temi fondamentali del diritto societario (*corporate governance*, capitale, gruppi, mobilità delle società, ecc.), suggerendo un approccio flessibile, che dia adeguato spazio all'autonomia privata. Il Rapporto Winter fu seguito, nel 2003, da un Piano di azione della Commissione europea sul diritto societario, che è stato, poi, attuato, negli anni successivi, sia attraverso la legislazione europea sia mediante raccomandazioni[38].

In Italia, la riforma del diritto societario è del 2003. Anch'essa risponde ad esigenze di ammodernamento della nostra legislazione e, in qualche misura, anche di flessibilità delle regole per aumentare la competitività del nostro sistema, sia all'interno che in Europa. Il rapporto tra riforma del diritto societario e TUF è andato nei due sensi: alcune disposizioni del TUF acquistarono valenza generale, trasmigrando nel codice civile e trovando applicazione anche alle società per azioni non quotate; altre vennero introdotte nel TUF o modificate per riflettere le novità della riforma societaria. Anche il governo societario rientrava tra i temi di riforma sia del Piano di azione sia della legislazione interna – la quale ha introdotto, tra l'altro, due nuovi modelli di governo societario, il monistico e il dualistico, alternativi a quello tradizionale – e della legge n. 262/2005 sulla tutela del risparmio, che ha inciso notevolmente sul TUF. Quest'ultima rappresentava la risposta italiana agli scandali societari di inizio secolo. Essa era in parte ispirata dal famoso *Sarbanes–Oxley Act* del 2002, che aveva reagito agli scandali americani e, in larga misura, rifletteva il Piano di azione della Commissione europea, pur adottando, in certe materie, soluzioni tipicamente nazionali[39].

1.6 Influenza e ruolo del diritto europeo

Già nel 1966, il Rapporto Segré sullo sviluppo di un mercato europeo dei capitali aveva formulato raccomandazioni sull'integrazione dei mercati mobiliari e sull'incremento del loro contributo al finanziamento degli investimenti, cercando di individuare gli ostacoli principali, di tipo regolatorio o fiscale, all'equilibrato sviluppo di un tale mercato[40]. Tale Rapporto si concentrava specialmente sulla necessità di sviluppare una disciplina europea dell'informazione societaria e requisiti armonizzati di ammissione alla quotazione in borsa. Queste raccomandazioni vennero accolte, dopo più di dieci anni, con l'adozione della Direttiva 79/279/CEE (poi sostituita dalla Direttiva 2001/34/CE) sull'ammissione alla quotazione in borsa e, poi, della Direttiva 80/390/CEE sulle informazioni (*listing particulars*) da pubblicare per una tale ammissione (al posto della quale troviamo oggi il Regolamento (UE) 2017/1129 sul prospetto).

---

[38] Cfr. ampiamente in argomento i contributi raccolti nel volume curato da Ferrarini (2004).
[39] In posizione critica, cfr. Ferrarini e Giudici (2006), p. 573.
[40] Tale Rapporto è disponibile all'indirizzo http://aei.pitt.edu/31823/.

Ugo La Malfa, Ministro del Tesoro

Vi fu poi una pausa di riflessione che terminò con la pubblicazione da parte della Commissione UE, nel 1985, di un *White paper* sul completamento del mercato interno[41]. Tale documento constatava che l'eliminazione delle barriere fisiche aveva dato impulso ai commerci intraeuropei, specialmente grazie all'eliminazione delle formalità e dei conseguenti ritardi alle frontiere, ma che l'eliminazione delle barriere tecniche, come quelle regolatorie e di vigilanza, avrebbe dato al mercato interno la sua dimensione economica e industriale, mettendo le imprese in condizione di raggiungere economie di scala e divenire, pertanto, più competitive. Il proposito di fondo della Commissione era di sganciarsi dalla regola di unanimità nelle decisioni del Consiglio su tutti i dettagli della regolazione finanziaria, passando a un coordinamento minimo delle regole in un quadro di mutuo riconoscimento ed equivalenza delle discipline. L'avvicinamento delle leggi e dei regolamenti nazionali sarebbe stato per il futuro basato sui concetti della armonizzazione minima, del controllo dello Stato d'origine e del mutuo riconoscimento.

Negli anni successivi al 1985, i mercati finanziari dell'Unione crebbero di dimensioni e migliorarono in efficienza, sia per effetto della rimozione delle barriere sia per altre ragioni, quali la maggiore concorrenza determinata dalla deregolazione globale, lo sviluppo di nuove tecnologie e l'introduzione della moneta unica. Peraltro, l'integrazione dei mercati finanziari della UE avanzò maggiormente e più velocemente nei mercati all'ingrosso che in quelli al dettaglio, restando questi ultimi segmentati entro i confini nazionali (vedi il cap. 4, par. 4.3 *La privatizzazione di Borsa Italiana e il consolidamento della filiera nazionale*). Molte barriere erano state rimosse, ma quelle che restavano apparivano più pronunciate, vista l'imminente introduzione dell'euro. Pertanto, nel 1999, la Commissione pubblicò un Piano di azione per i servizi finanziari (FSAP) che mirava a conseguire un mercato unico europeo e consisteva di un insieme di misure dirette a riempire le lacune e rimuovere le barriere residue entro il 2005, così da fornire un quadro regolatorio a sostegno dell'integrazione dei mercati finanziari.

Il Piano aveva tra gli altri i seguenti obiettivi: (a) consentire agli emittenti di raccogliere finanza su base paneuropea in termini competitivi (di qui l'adozione della Direttiva sui prospetti 2003/71, poi superata dal Regolamento sul Prospetto); (b) permettere ai fornitori di servizi di investimento di offrire tali servizi in via transfrontaliera senza incontrare barriere nazionali non necessarie (donde l'adozione nel 2004 della MiFID I[42], in sostituzione della ISD[43] del 1993); (c) stabilire un quadro giuridico unitario a protezione dell'integrità dei mercati di strumenti finanziari (la Direttiva sugli abusi di mercato 2003/6 venne adottata per sostituire la Direttiva sull'insider trading del 1989); (iv) stabilire un quadro prudenziale adeguato e ben integrato per

[41] Cfr. Commissione UE (1985).
[42] *Markets in financial instruments directive* (Direttiva 2004/39/CE).
[43] *Investment Services Directive* (Direttiva 93/22/CEE).

i gestori di fondi di investimento (furono adottate le due Direttive UCITS[44] 2001/78/CE e 2001/108/CE per emendare le precedenti liberalizzando i tipi di attivi nei quali i fondi potevano investire).

Il sistema europeo di regolazione dei mercati finanziari aveva, però, bisogno di interventi anche sulla struttura di produzione delle regole, per accelerare il cammino verso il mercato unico dei servizi finanziari. L'Ecofin istituì, a tale scopo, un Comitato di esperti indipendenti, presieduto da Alexandre Lamfalussy e del quale faceva parte anche l'allora Presidente della CONSOB, Luigi Spaventa, con l'incarico di «*focalizzare la propria discussione sugli arrangiamenti pratici per l'attuazione delle regole comunitarie concernenti le aree identificate dal Piano di azione e (…) proporre vari modi per aggiustare la pratica della regolazione e della cooperazione tra regolatori in risposta agli sviluppi attuali*»[45]. Il testo finale del Rapporto Lamfalussy venne approvato dal Consiglio Europeo a Stoccolma nel marzo 2001.

Le raccomandazioni del Comitato erano incentrate sulla proposta di una struttura di regolazione europea a quattro livelli: (i) il livello I, rappresentato dai principi quadro adottati su proposta della Commissione attraverso la co–decisione da parte di Consiglio e Parlamento europeo; (ii) il livello II, costituito dalle regole adottate dalla Commissione, in sede di implementazione delle direttive e dei regolamenti di livello I, con l'assistenza di due comitati, il *Securities Committee* (dotato di poteri regolatori e consultivi) e il *Committee of European Securities Regulators* (CESR) con compiti consultivi; (iii) il livello III, costituito dalle interpretazioni comuni e linee guida risultanti dalla cooperazione tra regolatori nazionali in ambito CESR; (iv) il livello IV, relativo al rafforzamento dell'*enforcement* delle regole europee. Questa proposta venne accettata dalla Commissione e condusse al varo della c.d. architettura Lamfalussy per la regolazione dei mercati finanziari, successivamente estesa anche ai settori bancario e assicurativo. Con tale architettura, il processo di produzione delle regole europee venne accelerato e reso più tecnico, grazie alla consulenza del CESR (al quale anche CONSOB partecipava).

La grande crisi finanziaria del 2008 mise in evidenza altre debolezze, questa volta proprie della struttura europea di vigilanza sul settore finanziario, che rimaneva frammentata entro i confini nazionali, nonostante i notevoli progressi nell'integrazione dei mercati finanziari e l'accresciuta importanza degli enti di carattere transnazionale. La convergenza raggiunta dai Comitati di livello III dell'architettura Lamfalussy risultava insufficiente, alla luce dell'esperienza della crisi finanziaria. Un nuovo gruppo di alto livello venne, perciò, nominato dalla Commissione, sotto la presidenza di Jacques de Larosière, con il compito di formulare proposte per rafforzare i meccanismi di vigilanza su tutti i settori finanziari, al fine di istituire un sistema di supervisione finanziaria più efficiente, integrato e sostenibile.

---

[44] *Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities.*

[45] Cfr. Comitato Lamfalussy (2001), p. 99.

Guido Carli, Governatore della Banca d'Italia, con Mario Draghi

Emilio Colombo, Ministro del Tesoro

Il Rapporto de Larosière raccomandò, in particolare, l'istituzione di un sistema di supervisione macroprudenziale, mentre sul piano della vigilanza microprudenziale suggerì di istituire un *European System of Financial Supervisors* (ESFS), inteso come network integrato di organismi di vigilanza che avrebbero operato nell'ambito di Comitati di livello III opportunamente potenziati (c.d. Autorità). Nel sistema proposto, che venne poi ufficialmente adottato dalla UE nel novembre 2010 e portò all'istituzione della *European Securities Markets Authority* (ESMA) (vedi il cap. 5, par. 2.2 *La risposta alla crisi finanziaria in Europa*), l'organo di vigilanza dello Stato membro d'origine avrebbe continuato ad essere il primo punto di contatto per l'impresa vigilata, mentre l'Autorità europea avrebbe coordinato l'applicazione di standard comuni di vigilanza di alto livello, garantito una stretta cooperazione con altri supervisori e protetto gli interessi delle autorità di vigilanza degli Stati membri ospitanti.

Uno dei problemi evidenziati dalla crisi finanziaria era che per le imprese piccole e medie (PMI) della UE l'accesso ai finanziamenti era tipicamente limitato ai prestiti bancari e che l'intendimento della Commissione Europea di creare un mercato europeo dei capitali pienamente integrato era ben lontano dalla realtà. Pertanto, la Commissione, nel 2015, pubblicò un Piano di azione per una *Capital Markets Union*, che avrebbe dovuto rendere più facile ai fornitori e ai richiedenti di finanziamenti, sotto forma di capitale o di debito, di entrare in contatto l'uno con l'altro in Europa, specialmente in via transfrontaliera, attraverso l'intermediazione di una banca ovvero sul mercato dei capitali o grazie a canali alternativi come il *crowdfunding*[46]. Ciò avrebbe comportato un incremento dei finanziamenti non bancari e, quindi, diminuito la dipendenza delle PMI dalle banche aumentando la capacità dell'economia europea di resistere agli shock economici (infra, cap. 6, par. 2.1 *La CMU del Fintech e della sostenibilità*).

2. I cinquant'anni dell'Istituzione: uno sguardo d'insieme

2.1 I primi passi

L'inizio dell'operatività dell'Istituto risale al luglio del 1975, quando si perfezionò il provvedimento di nomina dei primi commissari[47]. La CONSOB nacque con poteri limitati rispetto a quelli di oggi, anche perché essa veniva qualificata come organo amministrativo centrale del Ministero del Tesoro[48], essendo inserita all'interno della sua organizzazione[49]. A quest'ultimo era stato storicamente affi-

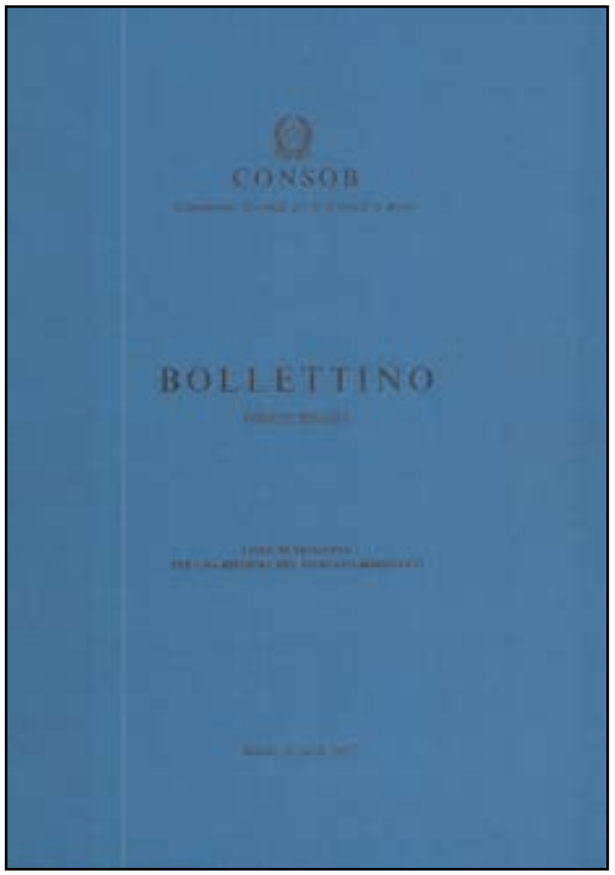
[46] Cfr. Commissione UE (2015), p. 3; nonché *id* (2016), p. 2.
[47] Si veda CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1975*, Roma 1976 (accessibile sul sito della CONSOB: *consob.it*).
[48] Cassese (1994), pp. 412 ss.
[49] Una situazione di dipendenza ben evidenziata dalla sottoposizione di alcune deliberazioni riguardanti la borsa al visto di esecutorietà del Ministero del Tesoro, come stabilito dall'art. 15 del d.P.R. n. 138/1975. Tale dipendenza costituiva il punto debole della normativa in esame: Massera (1988), pp. 449 ss., in part. p. 471.

La borsa con le "grida"

dato il controllo sulle borse valori sin dal R.D. 30 giugno 1932, n. 815. Tuttavia, per effetto della legge istitutiva, ai sensi dell'art. 3, comma 1, lett h), *sub. 1*, della legge n. 216/1974 vennero trasferite a CONSOB tutte le competenze relative al funzionamento delle borse, fino ad allora attribuite al Ministero del Tesoro, pur mantenendo quest'ultimo la responsabilità politica per l'operato della neonata istituzione[50].

[50] Minervini (1989), p. 18.

Pur essendo in un rapporto organico col Ministero, alla CONSOB fu attribuita, sin dall'inizio, l'autonoma gestione delle spese per il proprio funzionamento (art. 1, comma 5) e un'ampia autonomia organizzativa. Inoltre, ai sensi dell'art. 1, comma 6, alla CONSOB fu conferito il potere di agire come organo "esterno" in quanto dotato di autonomia funzionale[51], ovvero di emanare atti e provvedimenti efficaci nella sfera giuridica dei destinatari senza interposizione del Ministro (cfr., art. 3, comma 1, lett. a), b), c), g), h)). Si può leggere in quest'ultimo enunciato una "prima" CONSOB, alla quale pur essendo attribuiti prevalentemente poteri "ordinatori" in materia di società, furono conferiti già altri poteri, che avrebbero fatto da preludio all'indipendenza dell'Istituto. Si andava così delineando – nella sua originaria configurazione come organo in grado di poter assumere tutti i poteri del Ministero del Tesoro relativi al funzionamento del mercato mobiliare[52] – un'autorità di settore in grado di traghettare la finanza italiana verso un modello di mercato regolamentato e trasparente.



Le linee di progetto per una riforma del mercato borsistico, CONSOB, 30 aprile 1987

2.2 Il big bang italiano

Il secondo decennio di vita dell'Istituzione (1984-1994) rappresentò un periodo di profonda trasformazione. Significative innovazioni di carattere normativo, che trovavano ispirazione nelle esperienze di altre giurisdizioni, nonché negli interventi a livello comunitario, diedero origine a una profonda riforma della piazza finanziaria italiana, che risultò nel suo complesso – dal lato degli intermediari, da quello del mercato e nelle architetture di vigilanza – completamente rinnovata. Con progressione cadenzata, si delinearono gli assetti normativi e di mercato che avrebbero caratterizzato l'evoluzione successiva.

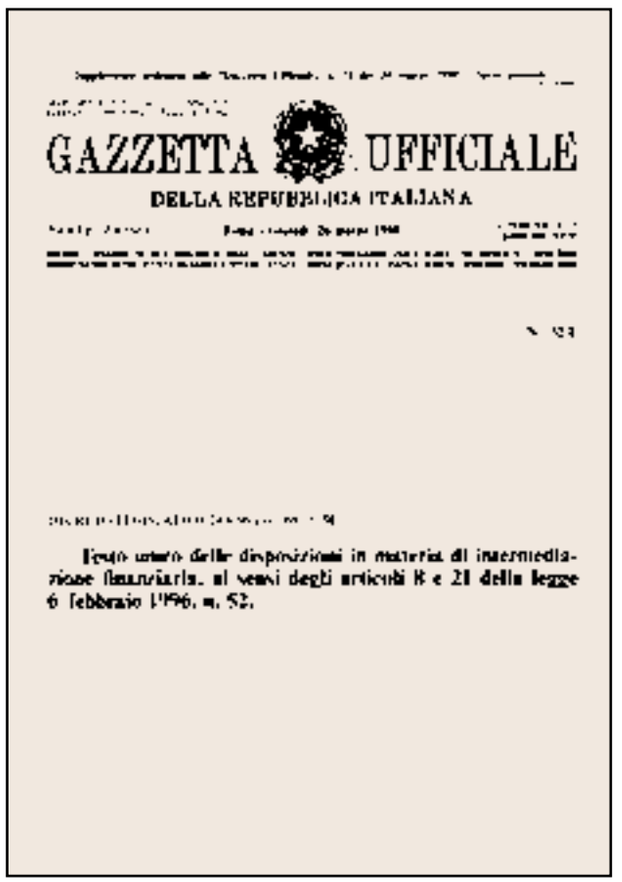
L'attività normativa del periodo giocò, in questa transizione, un ruolo di impulso fondamentale. L'adozione della legge n. 281/1985, dando risposta a problemi a lungo evidenziati nelle strutture di vigilanza, in particolare, relativi alla natura giuridica della CONSOB e alla sua conseguente collocazione nell'ordinamento istituzionale domestico, innovò profondamente l'inquadramento formale e l'assetto organizzativo della Commissione, che finalmente ottenne piena personalità giuridica. Venne completata l'istituzione del ruolo del personale della Commissione, con l'adozione del relativo trattamento economico, mentre le regole di funzionamento dell'Istituto si adeguarono ai mutati assetti organizzativi. Il nuovo inquadramento della CONSOB, nonché i nuovi paradigmi organizzativi, furono elementi decisivi per consentire alla Commissione di esercitare un ruolo di primo piano nel processo di sviluppo dei mercati che sarebbe intervenuto nel decennio. Le successive riforme dei primi anni Novanta in tema di mercati mobiliari rappresentarono, poi, un momento di marcato dinamismo nella lunga stagione dell'innovazione normativa, determinante per l'arricchimento dei livelli di efficienza delle negoziazioni e

[51] Ferri (1974), p. 14.
[52] Così Predieri (1987), p. 201.

della trasparenza e tutela degli investitori. Esse introdussero altresì nuovi attori sui mercati finanziari e modificarono gli assetti di vigilanza, consolidando il sistema, incardinato sul principio di supervisione per finalità e sulla conseguente ripartizione di competenze fra la Commissione e la Banca d'Italia, con un ruolo collaterale del Ministero del Tesoro. Gli effetti di tale attività normativa, come implementata da CONSOB, ebbero ripercussioni profonde sull'assetto complessivo della piazza finanziaria italiana.

La Commissione fu profondamente interessata dalla riforma, che determinava un significativo ampliamento dei poteri e delle funzioni di vigilanza e controllo esercitate, nonché un consolidamento dell'assetto istituzionale. I rapporti di forza con le altre Autorità furono riequilibrati in senso paritario. In particolare, forte del nuovo assetto organizzativo e del nuovo peso istituzionale, la Commissione fu in grado di svolgere, nel decennio, un'attività di impulso, partecipando attivamente al processo legislativo che si sarebbe rivelato determinante nella ridefinizione degli assetti di mercato e delle attività degli intermediari, in ottica di maggiore efficienza operativa, con il chiaro obiettivo di allineare la piazza finanziaria italiana alle esperienze internazionali. Nel nuovo assetto, la Commissione fu, quindi, in grado di procedere anche alla successiva "messa a terra" del modello, che ebbe luogo con una intensa attività di carattere regolamentare. Si intensificò, inoltre, l'attività di coordinamento a livello internazionale della Commissione presso organismi sovranazionali.

Circa il tessuto della piazza finanziaria, il mutato contesto normativo determinò il progressivo superamento delle strutture di mercato delineate secondo i modelli pubblicistici della legge di borsa del 1913 e anticipò la formazione dei modelli contemporanei. La regolamentazione del fenomeno delle società di intermediazione mobiliare – insignite di una esplicita riserva di attività – generò la trasformazione del quadro degli intermediari previsti dalla legge di borsa del 1913, che vide agenti di cambio e società commissionarie cedere progressivamente il passo alle SIM. Inoltre, la razionalizzazione delle strutture di mercato, promossa dalla Commissione sulla scorta della legge 2 gennaio 1991, n. 1, contenente una "disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari" (legge SIM), portò alla creazione di una infrastruttura telematica di comunicazione fra diverse borse valori e, quindi, alla costituzione di un mercato unico nazionale, facendo leva sull'implementazione del principio di concentrazione degli scambi. Così rinnovato, il sistema finanziario necessitava di adeguate infrastrutture di post–negoziazione e, infatti, sempre nel quadro dei mutati assetti normativi, il decennio in esame vide la nascita di infrastrutture pubbliche, quali la Cassa di Compensazione e Garanzia e Monte Titoli. In questo processo, di cui si darà maggiore dettaglio nel successivo terzo capitolo (par. 4.2), l'attività istituzionale della Commissione giocò un ruolo di impulso fondamentale, che culminò nell'adozione dei provvedimenti generali con i quali vennero tracciati i termini di sviluppo delle nuove infrastrutture di negoziazione, garanzia e regolamento domestiche, dando avvio al processo di razionalizzazione della piazza finanziaria italiana.


GAZZETTA UFFICIALE

DELLA REPUBBLICA ITALIANA

Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52.

Il Testo unico della finanza (TUF) del 1998

2.3 L'età delle riforme

Il contesto socioeconomico di riferimento della terza decade (1994-2004) fu contraddistinto da due tendenze, che rendono complesso un inquadramento univoco del periodo. Nei primi anni, proseguì, in continuità con il precedente decennio, l'eccezionale parabola positiva del mercato trainata dalle privatizzazioni, che investirono anche il settore borsistico, nonché dalla quotazione di nuove imprese, specialmente nel settore delle telecomunicazioni e delle nuove tecnologie. La piazza finanziaria domestica raggiunse, agli albori del 2000, il suo massimo storico. Si intensificò e divenne tangibile l'impatto del processo di integrazione dell'Unione Europea, con l'entrata in vigore della moneta unica il 1° gennaio 1999.

Proseguì anche la lunga stagione dell'innovazione normativa secondo le due direttrici della liberalizzazione, da un lato, e della tutela degli investitori e della trasparenza di mercato, dall'altro lato, che interessarono diversi ambiti del diritto dei mercati e delle società, anche in termini di delegificazione. In un contesto economico non univoco, i cambiamenti nelle strutture di intermediazione e di mercato furono dirompenti, dovuti in larga parte alle novità del decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 (decreto Eurosim), che innovò il panorama dell'intermediazione e privatizzò il settore borsistico. Relativamente a quest'ultimo, nuove dinamiche di integrazione intervennero sospinte anche dall'emergere di fenomeni di concorrenza domestica, nonché alla luce dei progetti di consolidamento fra le sedi di negoziazione del tempo, resi anche possibili dall'applicazione di nuove e più efficienti tecnologie.

Una grande novità fu poi rappresentata nel 1998 dal TUF, il quale si collocava in un modello di capitalismo di mercato nel quale la finanza era ancora vista come a servizio dell'industria per sostenerne lo sviluppo. Il TUF si poneva in una fase temporale di crescita economica ininter-

La sede CONSOB di Milano

rotta e di sviluppo finanziario conseguente ai processi di liberalizzazione dei mercati e dei servizi finanziari degli anni '70 e '80. Esso rappresentava un tentativo di adeguamento del nostro sistema giuridico alle mutate condizioni della finanza ed era accompagnato da un relativo ottimismo circa gli effetti positivi dello sviluppo finanziario sulla crescita economica. Non erano ancora emersi in modo evidente i segni di quel capitalismo finanziario che, soprattutto in altri paesi, avrebbe portato, nell'arco di dieci anni, alla grande crisi finanziaria. Né si percepivano ancora in modo evidente gli eccessi in materia di derivati, remunerazioni dei manager e assunzione di rischi da parte degli intermediari, che sarebbero emersi nella grande crisi del 2007-2008.

In buona sostanza, il TUF rifletteva l'ideologia liberal–democratica prevalente nel mondo occidentale all'epoca della sua emanazione, che era ben rappresentata dall'allora Ministro Ciampi e dal Direttore Generale del Tesoro Mario Draghi, i quali vedevano nella libertà degli operatori e dei mercati in un contesto di regole e di vigilanza pubblica le condizioni per una crescita ordinata del paese. Nel caso italiano, in particolare, i mercati finanziari dovevano contribuire al finanziamento efficiente del nostro (ingente) debito pubblico ed essere di ausilio alla politica delle privatizzazioni. La regolazione doveva disciplinare i mercati e la loro organizzazione, in modo da consentirne lo sviluppo nel contesto europeo e internazionale, assicurando una adeguata tutela degli investitori. La figura di Mario Draghi alla presidenza della Commissione interistituzionale che, nel 1997, provvide alla redazione del TUF presso il Ministero del Tesoro (con l'ausilio di un comitato di giuristi ed economisti) testimonia – per l'alta specializzazione accademica, l'elevata professionalità e l'esperienza di governo dell'economia – il carattere innovativo e interdisciplinare del progetto, insieme con il suo forte respiro europeo e internazionale.

Le soluzioni normative del tempo risentirono dell'emergere della concorrenza intraeuropea, a seguito delle liberalizzazioni. Tuttavia, questa tendenza positiva si interruppe bruscamente, con una forte contrazione degli indicatori e il subentro di uno scenario negativo, che a posteriori è facile identificare come una anticipazione dello scenario di crisi che avrebbe caratterizzato il decennio successivo[53]. Inoltre, furono questi gli anni dei grandi scandali del mercato domestico, che si collocarono in una continuità globale con clamorosi fallimenti di mercato, ai quali seguirono doverose riforme. In ambito europeo si registrò anche un cambio di passo nel processo di armonizzazione, con i lavori del Comitato Lamfalussy, il *Financial Services Action Plan* (FSAP) della Commissione e i lavori del Gruppo Winter in materia societaria, che ispirarono l'adozione di un insieme di direttive di seconda generazione. Con il venir meno delle regole di concentrazione degli scambi e la libera prestazione dei servizi, emerse la necessità di promuovere un maggiore coordinamento fra Autorità di vigilanza nello spazio europeo. Si delinearono i prototipi del sistema di supervisione finanziaria dell'Unione.

L'evoluzione della CONSOB proseguì nel periodo in esame, con nuovi importanti sviluppi. L'assetto organizzativo si riequilibrò fra Roma e Milano, con la messa a regime della nuova sede di Palazzo Carmagnola. Le competenze dell'Autorità ottennero rinnovato impulso dai cambiamenti nella normativa domestica e l'attività regolamentare della CONSOB fu intensa per coprire i margini lasciati dalla delegificazione. La privatizzazione della borsa e l'emergere della concorrenza con sedi di negoziazione alternative introdussero il paradigma di vigilanza del mercato, superando definitivamente il modello pubblicistico della legge SIM. Proseguì, inoltre, l'attività di coordinamento a livello internazionale e, soprattutto, a livello europeo.

2.4 L'età della crisi e della vigilanza europea

La tematica della crisi prevalse nel quarto decennio (2004-2014), insieme con quella della europeizzazione delle strutture di vigilanza che portò alla creazione dell'ESMA nel 2010. Il fallimento di *Lehman Brothers* rese evidenti le interconnessioni dell'economia globale e anticipò di pochi anni la crisi del debito sovrano in Europa, che, estendendosi dal settore finanziario all'economia reale, interessò progressivamente diversi paesi europei, compresa l'Italia. Il dibattito circa le cause e le possibili soluzioni, che ebbe luogo principalmente a livello internazionale, mise in discussione ogni ambito del diritto vigente e delle scelte di politica economica sin lì compiute[54]. In Europa, le istituzioni adottarono una riforma delle regole di *governance* economica e di mercato dell'Unione volta a garantire stabilità ed evitare future crisi.

---

[53] Durante il decennio, il mercato italiano visse scosse di grande portata, fra cui l'impatto degli attentati dell'11 settembre e la crisi argentina.

[54] Si veda il contributo di Davies (2012).

All'inizio del decennio, importanti riforme furono introdotte, in considerazione degli scandali intervenuti nel mercato domestico, nonché in recepimento della normativa adottata a livello europeo sulla scia del FSAP della Commissione. A seguito della crisi del 2007-2008, il fulcro della produzione normativa si è spostato alla sede europea e si sono gettate le basi per la progressiva europeizzazione della vigilanza. La risposta alla crisi finanziaria recepì le linee di intervento proposte dal *Financial Stability Board* (FSB) e dalla *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO).

In effetti, la crisi finanziaria mise in moto un ampio processo di riforme sia a livello internazionale (G20/FSB) che a livello europeo (Rapporto de Larosière). Queste riforme riguardarono gli intermediari finanziari, i mercati di strumenti *cash* e derivati, il governo societario e le autorità di vigilanza. Esse toccarono settori importanti come la nuova regolazione prudenziale delle istituzioni finanziarie (adeguatezza patrimoniale, liquidità, remunerazioni dei dipendenti, risk management, ecc.), le crisi e le procedure di risoluzione, la vigilanza macroprudenziale, le autorità europee di vigilanza (EBA, ESMA, EIOPA). Il loro impatto nel nostro paese è stato notevole per ciascuno di questi settori.

L'evoluzione della Commissione nel decennio fu significativa. Grazie alle riforme del 2005, la CONSOB fu in grado di intervenire con maggiore incisività nella repressione dei fenomeni illeciti di mercato, apportando un contributo determinante in casi, poi, diventati celebri, quali le scalate Antonveneta e Unipol/Bnl, nonché la vicenda Fiat. Durante la crisi, CONSOB si attivò per mitigare la volatilità e garantire l'ordinato svolgimento delle negoziazioni sui mercati, attraverso un accresciuto monitoraggio del corso dei titoli e l'imposizione di divieti temporanei di vendite allo scoperto. Attraverso la partecipazione alle sedi europee e sovranazionali, la Commissione contribuì alla definizione dei nuovi assetti di vigilanza e dei nuovi standard che avrebbero informato il mercato.

Come vedremo nel quinto capitolo, la crisi finanziaria ebbe sul listino domestico un impatto estremamente severo, con la perdita di metà della capitalizzazione, che regredì a livelli anteriori al 2000. Successivamente, iniziò a delinearsi un rallentamento della crescita del listino principale, tuttavia controbilanciato dal crescente numero di quotazioni sui mercati dedicati alle piccole e medie imprese. Sull'onda del flusso europeo, proseguì il processo di consolidamento delle infrastrutture di mercato in Italia, espandendosi anche in prospettiva transnazionale con la fusione nel 2007 fra Borsa Italiana e il *London Stock Exchange*.

2.5 L'età del Fintech, della sostenibilità e dell'integrazione finanziaria europea

Il decennio in corso, troppo vicino per prestarsi a valutazioni d'insieme, sarà verosimilmente ricordato per alcuni fenomeni dirompenti che hanno messo in crisi gli assetti politici e finanziari europei. Anzitutto, l'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea (Brexit) ha turbato profondamente gli equilibri politici ed economici dell'Unione, restringendone il perimetro ed estromettendone il centro

finanziario, che si era per anni identificato con la *City* di Londra, prima che il Regno Unito tornasse ad essere nel 2020 un "paese terzo". Poco tempo dopo la Brexit, la pandemia da Covid–19, prima, e, poi, il ritorno della guerra in Europa e poi in Medio Oriente e nel Mar Rosso, hanno portato, oltre a immani tragedie, nuovi paradigmi di volatilità nei mercati finanziari. Nonostante alcune inevitabili criticità, l'economia finanziaria europea è stata in grado di reggere l'urto di questi eventi straordinari, anche grazie all'aiuto di politiche monetarie accomodanti e di una nuova politica fiscale comune, volta a sostenere la ripresa delle economie nella UE. Nel frattempo, una nuova ondata di innovazione tecnologica ha interessato il sistema finanziario (il c.d. *Fintech*), mettendone in discussione, sotto molteplici profili, gli equilibri esistenti. Inoltre, anche in campo finanziario hanno trovato progressivo riconoscimento e parziale attuazione le tematiche della sostenibilità (ossia, *Environmental, Social* e *Governance*, da cui l'acronimo ESG).

Il fulcro della produzione normativa del periodo si colloca, in continuità con il decennio precedente, prevalentemente a livello europeo e si sviluppa secondo le direttrici della *Capital Markets Union* (CMU). La promozione della competitività nei mercati europei, attraverso semplificazioni e razionalizzazioni delle strutture normative rilevanti, è obiettivo prioritario dell'agenda legislativa europea, che si spinge ad abbracciare le nuove tematiche legate alla transizione tecnologica e a quella ambientale. I temi affrontati dall'Unione europea si riflettono a livello domestico, dove è stata approvata la legge 5 marzo 2024, n. 21, che mira a stimolare lo sviluppo e la competitività dei mercati domestici, agevolando l'accesso delle imprese ai mercati regolamentati.

Le attività di vigilanza della Commissione continuano ad essere rivolte a garantire l'ordinato svolgimento del mercato, attraverso la massima trasparenza delle operazioni che in esso si svolgono, anche a fronte degli eventi straordinari e dirompenti che hanno segnato il periodo. L'innovazione normativa intervenuta nel periodo ha ulteriormente arricchito le finalità che la CONSOB persegue, collocandole in un quadro più completo, che include il sostegno all'innovazione, alla crescita e allo sviluppo sostenibile. Con le nuove tecnologie, iniziano a svilupparsi modelli di vigilanza basati sui dati e sulla loro elaborazione con i metodi di intelligenza artificiale.

Durante il decennio in esame si conferma la tendenza all'impoverimento del listino principale di borsa, nonostante l'aumento del numero di società con strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni, trainato principalmente dalle PMI. In un mercato reso più competitivo da MiFID II, l'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea (Brexit) ha concorso a provocare un ulteriore consolidamento fra gestori di mercati in Europa, che ha una sua manifestazione nel passaggio della Borsa Italiana dal *London Stock Exchange* al Gruppo Euronext con un nuovo assetto proprietario di matrice federale che attribuisce centralità alle infrastrutture di *post–trading* domestiche (si veda il cap. 6). L'esplosione dell'innovazione finanziaria e della sostenibilità ha, inoltre, allargato il sistema finanziario a nuove attività e nuovi soggetti, sollevando, in taluni casi, problemi di adeguatezza delle relative strutture istituzionali, in assenza di una politica unitaria di governo del fenomeno.

Gastone Miconi, Guido Rossi e Vincenzo Milazzo,
Presidenti CONSOB nel decennio 1974-1984

I PRIMI PASSI (1974-1984)

«Preoccupazione della Commissione è stata quella di iniziare la sua attività … con un piccolo nucleo di personale, particolarmente scelto, proveniente dal Ministero dal Tesoro: 7 funzionari organizzati in gruppo di lavoro permanente»

Audizione del Presidente Miconi al Senato del 10 dicembre 1975

1. PREMESSA

La prima decade di storia della Commissione vide succedersi 3 Presidenti: Gastone Miconi (1975-1980), Guido Rossi (1981-1982) e Vincenzo Milazzo (1983-1984).

Il d.l. n. 95/1974 convertito nella legge n. 216/1974, aveva attribuito alla CONSOB il controllo del mercato borsistico, trasferendo ad essa le competenze relative al funzionamento delle borse, fino ad allora attribuite al Ministero del Tesoro[55]. Il criterio di individuazione della sfera di controllo della CONSOB fu, dunque, inizialmente quello settoriale (o sezionale), riferito alle società ed enti i cui titoli erano negoziati abitualmente in una o più borse ufficiali. Alla CONSOB fu affidata la vigilanza sull'operatività diretta negli scambi all'interno del mercato borsistico, con facoltà di intervenire con provvedimenti organizzativi, autoritativi e di controllo, prima spettanti alle camere di commercio e alle Autorità locali di borsa. Peculiarità dell'ordinamento sezionale della borsa era altresì l'operatività degli agenti di cambio, autorizzati a negoziare in esclusiva i titoli ammessi a quotazione. Tuttavia, già le prime disposizioni legislative e regolamentari delinearono un'attenzione non limitata alle sole società quotate, bensì più in generale rivolta al mercato mobiliare, considerato, tra l'altro, il potere della CONSOB di «*ammissione d'ufficio alla quotazione in uno o più borse di titoli abitualmente e largamente negoziati emessi da società o enti che abbiano i requisiti prescritti*» (art. 3, lett. d), sub. art. 1, legge n. 216/1974), nonché di esclusione dalla quotazione, qualora l'ammissione fosse «*contraria all'interesse pubblico*» (art. 8 d.P.R. 31 marzo 1975, n. 135)[56].

[55] Invero, il trasferimento di competenze, previsto inizialmente dall'art. 2, lett. h), del d.l. 95/1974, fu ben più ampio, riferendosi genericamente al mercato mobiliare. Con la conversione nella legge 216/1974, l'art. 3 circoscrisse il trasferimento delle competenze a quelle relative al funzionamento della borsa.

[56] Sugli interventi della CONSOB nei confronti delle borse valori si veda l'art. 3, *sub. 1*, della legge n. 216/1974 che prevede poteri di carattere organizzativo, autorizzatorio e di controllo. Per quanto riguarda la prima categoria, si suole fare riferimento alla disciplina organizzativa e di

«… è tuttavia evidente che questo nucleo iniziale non è sufficiente a garantire, da solo, l'operatività dalla CONSOB …»

Audizione del Presidente Miconi al Senato
del 10 dicembre 1975

2. Il quadro normativo

2.1 Revisione contabile e mercato ristretto

Alla funzione di vigilanza delle borse valori si aggiunsero, fin dalla legge istitutiva, compiti in materia di revisione e certificazione contabile. Anche la materia delle società di revisione era definita come ordinamento sezionale, nella misura in cui l'operatività di tali società era condizionata all'iscrizione in un albo speciale tenuto dalla CONSOB, come previsto dall'art. 2 della legge n. 216/1974. In esercizio della delega di cui alla disposizione citata, il governo disciplinò con d.P.R. 31 marzo 1975, n. 135, la revisione e la certificazione contabile obbligatoria per le società quotate e attribuì alla CONSOB la vigilanza sulle società di revisione, sugli incarichi dalle stesse assunti e sulla loro attività[57]. Analogamente a quanto era accaduto negli ordinamenti belga e francese[58], il legislatore italiano ritenne che la funzione di vigilanza sulle scritture contabili e sulla veridicità dei bilanci potesse essere meglio esercitata dalle società di revisione, che sarebbero diventate, di lì in avanti, gli "occhi" della CONSOB[59] in un'ottica di decentramento delle funzioni con l'obiettivo di perseguire al meglio l'interesse pubblico della tutela dei risparmiatori. La CONSOB ebbe, dunque, un ruolo incisivo nell'esercizio del controllo di trasparenza contabile. Ad essa furono attribuiti poteri di intervento di carattere autoritativo (es., iscrizione o cancellazione), previo accertamento dell'indipendenza e dell'idoneità tecnica della società di revisione, nonché di indirizzo tramite la predisposizione di principi e criteri direttivi per il controllo contabile delle società quotate in borsa. Ad essi si aggiunse la facoltà di impugnare le delibere assembleari di approvazione dei bilanci delle società quotate in borsa, con riferimento ai vizi attinenti al contenuto del bilancio e alle relative valutazioni. Le società di revisione, da parte loro, furono obbligate ad informare la CONSOB, quando ritenessero di non certificare il bilancio.

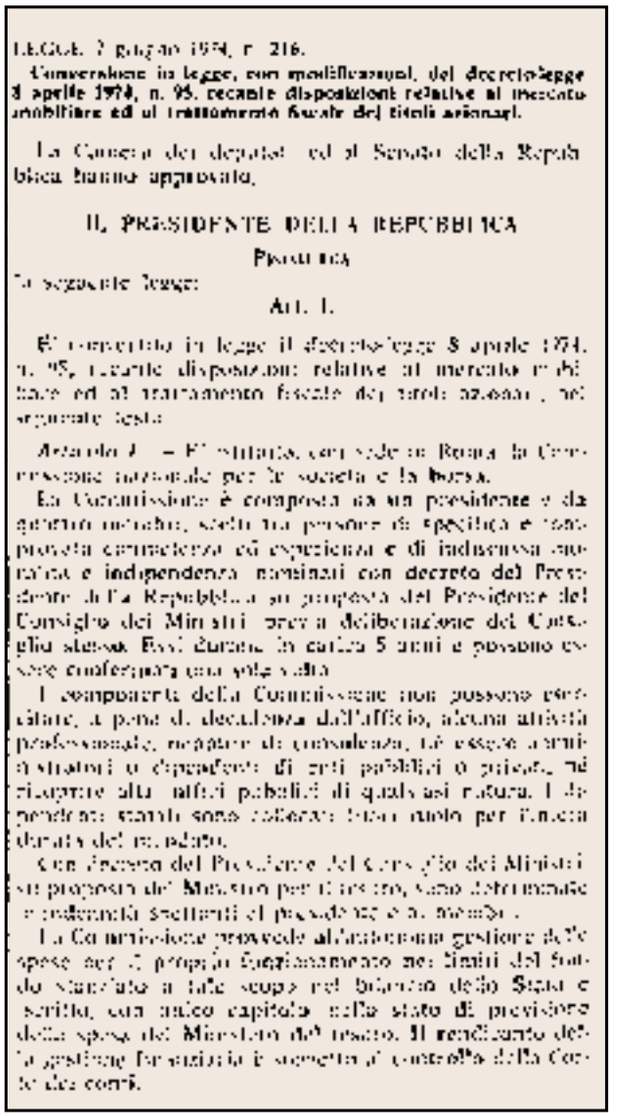
Nel nucleo originario della disciplina strutturale e funzionale della CONSOB rientrò anche la disciplina di un altro ordinamento sezionale, quello del mercato ristretto, satellite rispetto alla borsa, che era caratterizzata dalla presenza di un

funzionamento delle borse valori. Con riferimento ai poteri autorizzatori si indicano quelli in materia di ammissione alla quotazione dei titoli e di rilascio ai rappresentanti degli agenti di cambio delle tessere di accesso ai recinti delle grida.
Da ultimo, i poteri di controllo erano caratterizzati dalla verifica dei comportamenti e del generale andamento delle negoziazioni. Si veda in generale Piga e Segni (1990), pp. 1130 ss.; Ricci (1996), pp. 181 ss.; Carbonetti (1993), pp. 1 ss.; Borrello, Cassese et al. (2021), pp. 245 ss. Sulle competenze della CONSOB in tema di vigilanza delle borse si veda Rossi (1982), pp. 163 ss., e Fortunato (1980), pp, 1093 ss.

[57] Sulla definizione della disciplina delle società di revisione come ordinamento sezionale, cfr. Predieri, (1987), p. 208.

[58] In questo senso Buonomo (1977), pp. 79-80.

[59] Rossi (1982), p. 3.



G.U.G.U. 7 giugno 1974, n. 216.

Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari.

La Camera dei deputati ed il Senato della Repubblica hanno approvato;

IL PRESIDENTE DELLA REPUBBLICA

PROMULGA

la seguente legge:

ART. 1.

È convertito in legge il decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari, nel seguente testo:

Articolo 1. — È istituita, con sede in Roma la Commissione nazionale per le società e la borsa.

La Commissione è composta da un presidente e da quattro membri, scelti tra persone di specifica e comprovata competenza ed esperienza e di indiscussa moralità e indipendenza nominati con decreto del Presidente della Repubblica su proposta del Presidente del Consiglio dei Ministri previa deliberazione del Consiglio stesso. Essi durano in carica 5 anni e possono essere confermati una sola volta.

I componenti della Commissione non possono esercitare, a pena di decadenza dall'ufficio, alcuna attività professionale, neppure di consulenza, né assumere amministrazioni o dipendenze di enti pubblici o privati, né ricoprire alti uffici pubblici di qualsiasi natura. I dipendenti statali sono collocati fuori ruolo per l'intera durata del mandato.

Con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri su proposta del Ministro per il tesoro, sono determinate le competenze spettanti al presidente e ai membri.

La Commissione provvede all'autonoma gestione delle spese per il proprio funzionamento nei limiti del fondo stanziato a tale scopo nel bilancio dello Stato e iscritto, con unico capitolo, nello stato di previsione della spesa del Ministero del tesoro. Il rendiconto della gestione finanziaria è sottoposto al controllo della Corte dei conti.

procedimento formale di ammissione a quotazione [60]. Il mercato ristretto fu ideato quale mercato complementare a quello ufficiale, e la sua introduzione, con legge 23 febbraio 1977, n. 49, intese porre rimedio alla fuga dalle borse ufficiali. Esso doveva fungere da anticamera per la successiva quotazione in una borsa ufficiale e quindi svolgere una funzione di acclimatamento dei titoli, nonché di eventuale declassamento dei titoli che non presentassero più i requisiti per la quotazione in borsa[61]. Al mercato ristretto erano negoziati titoli di società con capitale sociale e fatturato inferiore rispetto ai requisiti per la quotazione in borsa, con un flusso finanziario più contenuto e forme di negoziazione più semplici[62].

2.2 L'istituzione dei fondi comuni d'investimento

Il decennio in esame fu caratterizzato, tra l'altro, dal tentativo delle società di reperire nuovi canali di finanziamento, idonei a consentire una raccolta del risparmio direttamente sul mercato, anche attraverso l'emissione di titoli "atipici", o indirettamente, tramite intermediari finanziari non bancari (inclusi i fondi di investimento esteri), situazione che evidenziava l'inadeguatezza della cornice normativa vigente per assicurare lo sviluppo del nostro mercato finanziario (si veda anche il Riquadro infra). Osservava, al riguardo, Carlo Azeglio Ciampi che «*la diffusione delle gestioni patrimoniali e dei fondi comuni d'investimento conferma l'esistenza di un'importante domanda di prodotti nuovi, nonché l'interesse dei risparmiatori italiani anche per le azioni, quando l'accesso al mercato azionario non è fiscalmente discriminato e può avvenire, come negli altri paesi, con una adeguata ripartizione del rischio*»[63].

Una conseguente estensione delle funzioni della CONSOB avvenne con legge 23 marzo 1983, n. 77[64]. Tale legge istituì in Italia e disciplinò, nei suoi primi dieci articoli, un nuovo importante strumento finanziario, i fondi comuni di investimento mobiliare, prevedendo altresì il controllo della Banca d'Italia sui flussi finanziari e un'articolata disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio, affidata

[60] Sulla definizione della disciplina del mercato ristretto come ordinamento sezionale si veda Predieri (1987), p. 208.

[61] Cfr. Pivato (1972), p. 479. CONSOB descrisse il nuovo mercato come un "vivaio" per il listino principale, ad esso complementare, nonché un possibile canale di finanziamento delle economie regionali, per quelle imprese a carattere prevalentemente locale e con un azionariato territorialmente circoscritto, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1977*, Roma 1978, pp. 41 ss.

[62] Sul mercato ristretto, si vedano: Coltro Campi (1977), pp. 481 ss.; Buonomo (1985), pp. 365 ss e Costi (2013), pp. 23 ss.

[63] Assogestioni (2016), p. 78.

[64] La legge rubricata con il nome di istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare è pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale del 28 marzo 1983, n. 85. Cfr. al riguardo, Ferrarini (1993), p. 25

al controllo della CONSOB[65]. Questo era, come subito fu rilevato, un eccezionale salto culturale, oltreché pratico: dalla tutela degli azionisti si passava alla tutela degli investitori, dalla fase contrattuale a quella precontrattuale[66].

Con la disciplina dei fondi comuni di investimento venne introdotta una particolare categoria di intermediari finanziari che raccolgono risorse presso il pubblico dei risparmiatori e le trasmettono ad altri operatori economici. L'istituzione dei fondi comuni di investimento realizzò un primo intervento legislativo indirizzato ad allargare la dimensione degli investimenti privati oltre l'ordinamento sezionale delle borse valori, introducendo, nel contempo, una serie di disposizioni volte a tutelare gli investitori, come, ad esempio, la necessità di autorizzazione, rilasciata dal Ministero del Tesoro, in presenza di determinati requisiti patrimoniali (capitale sociale versato non inferiore a due miliardi di lire) e organizzativi (come la predisposizione di un regolamento del fondo con indicazione di materie, organi e criteri per la scelta di titoli e ripartizione degli investimenti)[67].

2.3 La disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio

La legge 23 marzo 1983, n. *77*, disciplinava altresì le emissioni di valori mobiliari da collocare anche indirettamente, mediante offerta al pubblico, e le offerte pubbliche di acquisto o di vendita di valori mobiliari, nonché la sollecitazione al pubblico risparmio. Invero, un primo riferimento alla sollecitazione del pubblico risparmio era stato già introdotto dalla legge n. 216/1974. L'art. 18 precisava che «*coloro che intendono procedere all'acquisto o alla vendita di azioni o di obbligazioni convertibili mediante offerta al pubblico, devono preventivamente darne comunicazione alla Commissione nazionale per le società e la borsa, indicando le condizioni, le modalità e i termini di svolgimento dell'operazione. Entro venti giorni dalla data di ricezione di tale comunicazione, la Commissione può stabilire i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica nonché i dati e le notizie che deve contenere*». L'art. 12 della legge n. *77*/1983 modificò l'art. 18 della legge n. 216/1974, estendendo l'ambito di applicazione della disciplina – non più limitato all'acquisto o alla vendita – alle offerte in sottoscrizione di azioni, di obbligazioni convertibili e di qualsiasi valore mobiliare.

L'ampia portata della nuova disciplina si misurava nelle nozioni fondamentali di valore mobiliare e di sollecitazione al pubblico risparmio[68]. I valori mobiliari furono definiti, con l'art. 18–*bis* della legge n. 216/1974, introdotto dall'art. 12 della legge n. *77*/1983, come «*ogni documento o certificato che, direttamente o indirettamente rappresenti diritti in società, associazioni, imprese o enti di qualsiasi tipo, ivi compresi i fondi di investimento italiani od 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 rappresentativo di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari, nonché ogni documento o certificato idoneo a conferire diritti di acquisto di uno dei valori mobiliari sopraindicati e ivi compresi i titoli emessi dagli enti di gestione fiduciaria di cui all'art. 45 TU delle leggi sull'esercizio delle assicurazioni private, approvato con d.P.R. 13 febbraio 1959, n. 449*». Con l'elaborazione della nozione di valore mobiliare fu esteso il controllo della CONSOB a qualsiasi titolo, tipico o atipico, così da salvaguardare anche il piccolo risparmiatore che non investisse nelle borse ufficiali ed esclusivamente in azioni e obbligazioni.

Parimenti generica era la definizione di "sollecitazione al pubblico risparmio": l'art. 18–*ter* della legge n. 216/1974, introdotto dall'art. 12 della legge n. *77*/1983, formulò la seguente definizione di sollecitazione al pubblico risparmio: «*ogni forma di collocamento porta a porta, a mezzo circolari e mezzi di comunicazione di massa in genere, nonché ogni annuncio pubblicitario tendente ad offrire informazioni o consigli al pubblico degli investitori, concernenti valori mobiliari non ancora emessi o per i quali l'emittente o l'offerente non abbia già predisposto il prospetto informativo, fatta eccezione per quelli quotati presso borse valori*».

---

[65] Libonati (1985), p. 440. Osservava l'autore che le emissioni di valori mobiliari da collocare mediante offerta al pubblico dovevano essere comunicate anche alla Banca d'Italia; ma l'intervento di quest'ultima era «*ai soli fini del controllo dei flussi finanziari*» e non andava oltre il momento dell'emissione.
[66] Minervini (1989), pp. 18 e 26.
[67] Pivato (1983), pp. 240 ss.
[68] Ferrarini (1993), pp. 27 ss

Si trattava di una definizione intenzionalmente comprensiva di qualsiasi operazione diretta al pubblico risparmio, anche diffusa per il tramite di mezzi pubblicitari, come tale paradigmatica del cambio di rotta del legislatore, che intese porre la CONSOB al vertice della tutela di qualsiasi forma di risparmio mobiliare.

La legge n. *77* introdusse a carico dell'offerente l'obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo, avente per oggetto l'organizzazione, la situazione economica e finanziaria e l'evoluzione dell'attività, ed estese una serie di presidi già previsti per le società quotate, come gli obblighi informativi degli artt. 3 e 4 della legge n. 216/1974 e gli obblighi di revisione e di certificazione dei bilanci, previsti dal d.P.R. 31 marzo 1975, n. 135. Con queste disposizioni il legislatore intese dilatare l'ambito della regolamentazione oltre il mercato borsistico e le società quotate, estendendolo a tutti i soggetti che sollecitano il pubblico risparmio. Il tutto fu attuato mediante una regolamentazione *ad hoc* a tutela dell'investitore, il quale divenne destinatario di una informativa tendenzialmente completa riguardante l'emittente e il prodotto offerto.

Il primo prospetto depositato alla CONSOB

La borsa con le "grida"

Titoli atipici tra innovazione finanziaria ed elusione

Nel decennio di riferimento, i titoli atipici rappresentarono una significativa innovazione, frutto di ingegneria giuridica e finanziaria, che offrì ripetute occasioni di confronto per studiosi e pratici, e alla fine anche per i giudici e il legislatore.

La nozione di titolo atipico individuava una pluralità di schemi negoziali fra loro eterogenei, che vennero emessi e collocati tra i risparmiatori per circa dieci anni in una sorta di "mercato grigio" dei capitali. Il primo strumento ad affermarsi fu il "certificato in partecipazione", costruito sul modello codicistico dell'associazione in partecipazione. Esso rappresentava diritti acquisiti in forza di un contratto di associazione in partecipazione ad un singolo affare, a fronte del versamento di una quota di capitale da parte dell'associato. Originariamente utilizzato nel settore degli investimenti immobiliari, si rivelò da subito uno strumento duttile, suscettibile di applicazione ad altri affari, incluse le operazioni di leasing. Il "certificato patrimoniale" rappresentò un ulteriore sviluppo nel modello, con l'intervento di una società fiduciaria, alla quale le partecipazioni erano intestate fiduciariamente, con il rilascio da parte di quest'ultima di un certificato all'investitore finale. L'interposizione della fiduciaria isolava l'emittente dall'investitore finale, garantendo, peraltro, una totale anonimità.

Innovativo fu anche il metodo di commercializzazione dei prodotti, che avveniva al di fuori del canale bancario, e con metodi più vicini alla distribuzione di beni di consumo (tecniche promozionali e collocamento porta a porta). Il fiorire del mercato dei titoli atipici catturò rapidamente l'attenzione delle autorità e del legislatore. Il fenomeno si era evidentemente affermato sfruttando un ambito di sostanziale *Far West* normativo. D'altro lato, la diffusione esponenziale di queste forme di investimento testimoniava l'esistenza di un'importante domanda dei risparmiatori.

Si scatenò, dunque, un vivace dibattito dottrinale, connotato da opposti orientamenti politici. Sebbene la dottrina maggioritaria riconducesse la fattispecie all'alveo dei titoli di credito, invocandone il principio di libertà di emissione, altri negavano questa stessa libertà per i titoli di massa atipici, desumendo dalla disciplina speciale delle emissioni obbligazionarie e azionarie un principio di tipicità. Il carattere politico della contrapposizione dottrinale emerse chiaramente nel dibattito legislativo in materia, nel quale si confrontarono due schieramenti. L'uno intendeva sottoporre ogni emissione in massa di titoli, anche atipici, ad autorizzazione del Ministero del Tesoro, sentito il CICR, secondo un modello dirigista che era volto a contenere il mercato. Altri preferivano una soluzione che mettesse al centro l'autodeterminazione degli investitori, in un quadro di trasparenza delle caratteristiche dell'investimento. Dall'indagine conoscitiva sui fondi comuni di investimento immobiliare e sui certificati immobiliari, svoltasi davanti alla Commissione Finanze e Tesoro del Senato nel 1982, la seconda soluzione emerse come vincente.

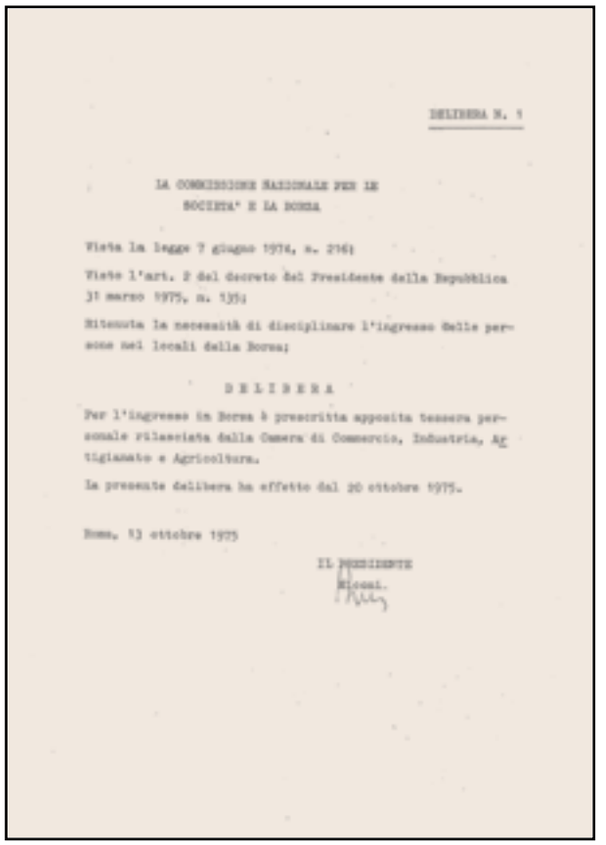
Nella relazione conclusiva di tale indagine, il Sen. Berlanda – che sarebbe divenuto dieci anni dopo Presidente della CONSOB – concluse in favore della «*scelta di una normativa che disciplini il contratto* (…)» per la quale «*si dovranno approntare meccanismi che consentano una completa possibilità di valutazione delle proposte di investimento*» quali l'autorizzazione di «*singole emissioni o una serie di emissioni predeterminandone l'importo globale nel quadro di precise modalità intese a garantire l'assoluta trasparenza delle proposte. La responsabilità delle informazioni fornite verrebbe assunta integralmente dall'emittente. Il compito di imporre l'osservanza di tali norme di trasparenza dovrebbe essere affidato alla CONSOB, in considerazione dei compiti ad essa affidati*». Con la successiva adozione della legge 23 marzo 1983, n. *77*, il mercato grigio dei titoli atipici fu catturato dalla disciplina del mercato mobiliare, attraverso l'allargamento del concetto di valore mobiliare. Nel giro di poco tempo, il mercato dei titoli atipici si dissolse, per essersi gli investimenti prima proposti tipicizzati o comunque ricondotti entro i nuovi schemi normativi, o per il sopraggiungere dell'insolvenza di rilevanti operatori del settore. Alcune di queste vicende ebbero poi ulteriore seguito giurisprudenziale e talvolta anche risalto mediatico. Si ricorda in particolare il caso "Cultrera" del 1983, relativo alla sottoscrizione da parte del pubblico di quote dell'operazione Hotel Villaggio Santa Teresa s.r.l. (HVST), poi dichiarata insolvente. Esso diede origine ad una trentennale vicenda giudiziaria promossa da numerosi sottoscrittori, relativa all'accertamento della responsabilità civile dei funzionari della CONSOB per omessa vigilanza sul prospetto informativo.

3. L'evoluzione dell'Autorità

3.1 Trasparenza societaria e quotazione

Nella legge istitutiva della CONSOB non mancavano altre disposizioni dalle quali poteva ricavarsi una più generale attenzione alla tutela del pubblico risparmio. Anzitutto, l'art. 3, *sub. art. 1*, lett. b) e c), legge n. 216/1974, che stabiliva il potere della CONSOB di disporre che fossero resi pubblici dati e notizie nei confronti delle società con azioni quotate in borsa e degli enti aventi per oggetto esclusivo o principale l'esercizio di attività commerciali, i cui titoli fossero quotati in borsa. In sede di interpretazione di tale disposizione, prevalse una lettura comprensiva non soltanto delle società con azioni quotate in borsa, bensì anche di quelle con titoli quotati diversi dalle azioni (ancorché, in sede di conversione, il riferimento ai titoli quotati fosse rimasto unicamente per gli enti). Il controllo della CONSOB riguardava altresì le società e gli enti iscritti nell'albo previsto dagli artt. 154 e 155 d.P.R. 29 gennaio 1958, n. 645, e quelli con un ammontare complessivo del capitale versato e delle riserve, risultante dal bilancio, superiore a 10 miliardi di lire e che, di fatto, avevano quali attività esclusive o principali l'assunzione di partecipazioni in altre società, e la compravendita, il possesso, la gestione o il collocamento di titoli pubblici e privati, in virtù del rinvio dell'art. 19, legge n. 216/1974, agli artt. 3 e 4 della medesima legge.

In tal modo, il legislatore ampliò l'ambito di intervento della CONSOB, muovendo dall'esigenza di sottoporre a controllo tutte le società che potevano incidere sul pubblico risparmio per dimensione dei mezzi finanziari a loro disposizione[69]. L'ambito di questo potere di controllo della CONSOB era ampio, essendo riferito a dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico in aggiunta a quelli risultanti dal bilancio e dalle relazioni. Il riferimento a questi documenti assunse una portata estensiva, venendo riferito a tutti i bilanci (anche quelli infrannuali) e a qualsiasi relazione ufficiale del consiglio di amministrazione, del collegio sindacale e dei revisori (art. 3, *sub. art. 1*, lett. b) e c), legge 216/1974). A questa facoltà si aggiungeva quella di richiedere la comunicazione anche periodica di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti, ad integrazione di quelli previsti dall'art. 4, e di eseguire ispezioni presso i soggetti stessi e assumere notizie e chiarimenti dagli amministratori, dai sindaci o revisori e dai direttori generali, al fine di accertare l'esattezza e completezza dei dati e delle notizie comunicati o pubblicati[70]. L'informazione societaria, nella conversione del decreto–legge in leg-



DELIBERA N. 1

LA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETA' E LA BORSA

Vista la legge 7 giugno 1974, n. 216;

Visto l'art. 2 del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 135;

Ritenuta la necessità di disciplinare l'ingresso delle persone nei locali della Borsa;

D E L I B E R A

Per l'ingresso in Borsa è prescritta apposita tessera personale rilasciata dalla Camera di Commercio, Industria, Artigianato e Agricoltura.

La presente delibera ha effetto dal 20 ottobre 1975.

Roma, 13 ottobre 1975

IL PRESIDENTE
Micossi

La prima delibera della CONSOB

[69] Buonomo (1977), p. 38.

[70] Per le società con azioni quotate e per gli enti aventi per oggetto esclusivo o principale l'esercizio di attività commerciali, i cui titoli sono quotati in borsa, l'art. 4 stabiliva l'obbligo di comunicare alla CONSOB, mediante lettera raccomandata: «*1) almeno venti giorni prima di quello fissato per l'assemblea che deve discuterlo, il bilancio con le relazioni degli amministratori e del collegio sindacale e con gli allegati di cui al quarto comma dell'articolo 2424 del codice civile; 2) almeno quarantacinque giorni prima di quello fissato per l'assemblea che deve discuterle, le*

ge, subì, però, una doppia restrizione: *(i)* l'obbligo di sentire preventivamente gli amministratori, *(ii)* il divieto di pubblicare notizie e dati la cui divulgazione potesse essere di pregiudizio alla società o all'ente. L'individuazione legislativa di questo limite non escluse – secondo la dottrina – un margine di discrezionalità della CONSOB nella valutazione dell'incidenza negativa che la pubblicazione dei dati rilevanti poteva avere sulla società, spettando all'Autorità il bilanciamento tra le esigenze sociali e quelle della tutela dei risparmiatori.

L'*enforcement* di questi poteri era assicurato da presidi penali nei confronti degli amministratori, dei sindaci o revisori e dei direttori generali di società o enti che non ottemperano alle richieste, non si uniformano alle prescrizioni della Commissione o comunque ostacolano l'esercizio delle sue funzioni. Le relative sanzioni furono oggetto di esame critico da parte della dottrina, sia sotto il profilo tecnico–legislativo per la scelta dell'ammenda, inadeguata per la protezione degli interessi coinvolti, sia sotto il profilo sostanziale, in quanto la debolezza della normativa poteva ripercuotersi sull'esercizio del controllo pubblico[71]. Successivamente, con la legge 24 novembre 1981, n. 689, fu introdotta la pena dell'arresto, rimediando a una situazione aggravata dalla depenalizzazione avvenuta con la legge 24 dicembre 1975, n. 706, benché non mancassero ancora dubbi sulla idoneità dell'impianto per la protezione degli interessi che si intendevano tutelare[72].

Sotto il profilo funzionale, la CONSOB, seppure inquadrata nell'apparato amministrativo dello Stato, non fu sottoposta dalla legge istitutiva alle regole degli altri organi amministrativi, salvo per quanto riguarda i profili di organizzazione del personale interno. È stato sostenuto, pertanto, che la dipendenza della CONSOB nei confronti degli organi di Governo fosse limitata esclusivamente al conseguimento del fine complessivo e non riguardasse i singoli atti o singole omissioni[73]. In particolare, nel perseguimento della finalità di tutela del pubblico risparmio, la CONSOB godette immediatamente di un'autonomia funzionale senza elementi eteronomi di approvazione, ovvero senza che fosse necessaria l'approvazione o il controllo governativo sulla propria normazione.

Di particolare rilievo erano le previsioni che attribuivano alla CONSOB una potestà regolamentare di carattere organizzativo delle borse valori e, in particolare, di: (i) «*stabilire, entro il mese di novembre di ciascun anno, il calendario di borsa per l'anno successivo, unico per tutte le borse valori, nel quale saranno stabiliti i giorni di chiusura, quelli destinati agli adempimenti relativi ad ogni periodo di liquidazione e l'orario delle contrattazioni*»; (ii) «*determinare in via generale o per singole borse i tipi di contratti ammessi, i sistemi di quotazione, le modalità di accertamento dei prezzi e di formazione del listino, le tariffe di mediazione, gli importi minimi negoziabili in borsa per ciascun titolo quotato*». A questa esplicita previsione si aggiunsero la disposizione dell'art. 8 del d.P.R. n. 138/1975, che attribuì alla CONSOB la potestà di determinare i requisiti e le procedure di ammissione a quotazione; le disposizioni della legge n. 47/1977, che affidarono alla CONSOB il potere di determinare l'organizzazione e il funzionamento del mercato ristretto, nonché le condizioni e le procedure per l'ammissione a tale mercato[74]. A complemento del ruolo gestorio riservato alla CONSOB, la legge n. 216/1974 introdusse nell'ordinamento lo strumento dell'ammissione d'ufficio alla quotazione, che fu utilizzato per la prima volta nel 1980[75].

---

proposte che importano modificazione dell'atto costitutivo, emissione di obbligazioni e fusione con altre società, insieme ad apposita relazione illustrativa degli amministratori; 3) entro trenta giorni da quello in cui l'assemblea ha deliberato sulle materie indicate ai numeri 1) e 2), il verbale dell'assemblea, le deliberazioni adottate, il bilancio approvato; 4) entro quattro mesi alla fine del primo semestre dell'esercizio, la relazione semestrale e le eventuali deliberazioni di distribuzione di acconti sui dividendi».

[71] Così Romano (1975), pp. 34 ss.

[72] Cera (1986), pp. 196-197.

[73] In questo senso, cfr. Caianiello (1974), pp. 195 ss.

[74] Definisce i riferimenti inizialmente contenuti nella legislazione «precedente essenziale» del potere regolamentare, poi attribuito dalla legge 4 giugno 1985, n. 281, Cardi (1998), pp. 265 ss., spec. p. 269.

[75] Dopo l'avvio del mercato ristretto, l'ammissione d'ufficio, nonché la revoca dalla quotazione furono utilizzati da CONSOB per garantire una "pulizia dei listini" e gestire in maniera ordinata entrate, uscite, nonché i trasferimenti fra diversi mercati, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1977*, Roma 1978, pp. 34 ss. Nel 1980, CONSOB dispose l'ammissione d'ufficio sul listino principale della società Italmobiliare, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1980*, Roma 1981, p. 14.

L'utilizzo di tale prerogativa dell'Autorità fu centrale nella nota vicenda del fallimento del Banco Ambrosiano, che sollevò diverse considerazioni sull'adeguatezza degli assetti di vigilanza di allora, in un contesto di borsa in cui gli istituti bancari avevano un ruolo importante nel listino. L'istituto guidato da Roberto Calvi aveva titoli quotati presso il mercato ristretto di Milano ed era soggetto alla vigilanza di CONSOB, nonché della Banca d'Italia relativamente ai profili di attività bancaria[76]. In base alla considerazione della larga e abituale negoziazione dei titoli presso il mercato ristretto, il 4 maggio 1982, previa consultazione con la Banca d'Italia, la CONSOB ne deliberò l'ammissione d'ufficio sul listino principale[77]. Gli obblighi di trasparenza conseguentemente imposti al Banco Ambrosiano fecero rapidamente emergere lo stato di precarietà dei bilanci dell'istituto, che venne, poi, commissariato, su richiesta dello stesso consiglio di amministrazione, il 19 giugno, e contestualmente sospeso dalle negoziazioni. Il successivo 8 agosto, il Banco Ambrosiano fu posto in liquidazione coatta amministrativa e l'ammissione a quotazione fu revocata[78]. La vicenda sollevò estese polemiche, in particolare circa le dinamiche del coordinamento fra CONSOB e Banca d'Italia, che, sebbene formalmente presente, si rivelò rivedibile nella sostanza. Nelle parole dell'allora Ministro del Tesoro Andreatta, «*i rilievi emersi suggeriscono comunque specifiche misure per rafforzare l'azione preventiva dei suddetti organismi, nonché un maggiore coordinamento dei rispettivi poteri*» [79].

Il fondamento di questo generale potere regolamentare sulle borse valori era individuabile sia nelle medesime norme legislative attributive, sia nella funzione di regolamentazione del processo economico di scambio dell'ordinamento sezionale delle borse valori[80]. Più difficile era l'inquadramento, sul piano sistematico, della delega all'esercizio di potere regolamentare, prevista dall'art. 18 della legge 216/1974, che affidò alla CONSOB il potere di definire il contenuto dell'obbligo informativo delle società che fanno appello al pubblico risparmio. Per quest'ultima attribuzione un fondamento, oltre che nella previsione normativa, poteva essere trovato nella tutela del pubblico risparmio, interesse al quale, poi, la CONSOB venne espressamente preposta quale Autorità amministrativa indipendente[81].

3.2 La gestione organizzativa: un avvio complesso

La neocostituita Commissione avviò la propria operatività in un contesto istituzionale non ancora compiutamente definito, nonché organizzativamente complesso, per l'assenza di una distinzione fra momento istitutivo e momento operativo. La necessità di dare attuazione alle incombenze previste dal legislatore non consentì praticamente attività preparatoria, sicché CONSOB avviò la propria attività con un organico manifestamente insufficiente. Nel 1975 l'organico a disposizione della Commissione era pari a 26 effettivi, allocati nell'unica sede di Roma, ad eccezione dei 6 ispettori distaccati dal Tesoro, destinati alla vigilanza presso le dieci borse valori[82]. Nelle origini, il modello organizzativo fu basato principalmente sul distacco di personale da altra amministrazione, in linea con l'appartenenza della CONSOB all'apparato amministrativo dello Stato. Solo nel 1981, la legge n. 175/1981 istituì il ruolo del personale della CONSOB, ma l'approvazione del relativo trattamento economico/giuridico del personale intervenne soltanto nel decennio successivo. Durante il decennio, l'organico della Commissione aumentò progressivamente sino a raggiungere livelli più consistenti, tuttavia sempre

[76] Nel 1980, poco meno del 50% del giro d'affari del mercato ristretto di Milano era concentrato su appena quattro titoli, le tre maggiori banche popolari e il Banco Ambrosiano, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1980*, Roma 1981, pp. 24 ss.

[77] Per una puntuale cronaca degli eventi, si veda la relazione del Ministro Andreatta, negli Atti parlamentari della Camera dei Deputati, *Ancora sulla vicenda del Banco Ambrosiano*, Seduta dell'8 ottobre 1982, pp. 377 ss. (disponibile presso www.camera.it).

[78] CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1982*, Roma 1983, p. 25.

[79] Questa la lettura di sintesi offerta dal Ministro del Tesoro Andreatta nella lettera accompagnatoria alla *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1981*, Roma 1982, p. 14, (disponibile presso https://storia.camera.it).

[80] Politi (1991), p. 4.

[81] Rordorf (2000), pp. 145 ss.; Maimeri (2003), pp. 907 ss.

[82] Per una ricostruzione delle difficoltà connesse all'avvio dell'operatività dell'Istituto, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1975*, Roma 1976, pp. 32 ss.

relativamente contenuti, se parametrati alla numerosità dei compiti[83]. A fine 1986, il personale presso la CONSOB ammontava a 117 unità ed era composto da 84 dipendenti inquadrati in ruolo e 33 dipendenti assunti con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato.

In quanto organo dell'apparato ministeriale, le attività della CONSOB furono in origine collegate al bilancio del Ministero del Tesoro[84]. Il progressivo avvio dell'organizzazione nel decennio si riflesse sulle spese per il funzionamento della Commissione, che aumentarono progressivamente, in linea con la crescita della struttura[85].

4. L'evoluzione del mercato

4.1 La piazza finanziaria degli anni '70

Mentre si discuteva dei progetti istitutivi della CONSOB, il quadro socioeconomico era contrassegnato da una forte recessione, che, all'inizio del decennio, suscitava incertezze circa il futuro delle economie occidentali per due fattori di criticità ancora incombenti: la crisi internazionale monetaria nel 1971, a seguito della dichiarazione di inconvertibilità del dollaro; la crisi petrolifera del 1973[86], con il successivo forte calo delle quotazioni azionarie, non solo nel mercato italiano, bensì anche negli altri paesi industrializzati[87]. Le prospettive del mercato azionario non apparivano lasciare spazio a un suo rilancio a breve scadenza, in un momento in cui, invece, il contributo al capitale di rischio avrebbe dovuto essere potenziato, sia per lo stato in cui versava la finanza delle imprese che per le ingenti necessità di finanziamento poste dall'economia e dalla recessione[88]. Specularmente, la ricchezza finanziaria delle famiglie e delle imprese non finanziarie si attestava sui valori minimi storici (cfr. Appendice 1).

Come rilevato da Guido Carli, all'epoca Governatore della Banca d'Italia, meritevole di attenzione era il collegamento che andava a stabilirsi tra le società azionarie più importanti e il mercato dei capitali. Nelle imprese italiane il rapporto tra capitale di rischio e capitale di credito si presentava notevolmente squilibrato rispetto ai valori prevalenti in altre economie evolute. Vi era, in altri termini, una larga domanda societaria di mezzi finanziari che, non trovando sufficiente alimen-

«Nella seconda metà degli anni '70
la CONSOB
si è trovata carica di responsabilità
molto importanti e assai varie, circondata
di un'atmosfera che potremmo definire
di curiosa diffidenza e frenata
da un'organizzazione ancora carente»

Intervento del Presidente Piga
Londra 1990

[83] Cfr. i dati relativi all'evoluzione dell'organico CONSOB, inclusi nell'Appendice 2.
[84] Si vedano le evidenze incluse in CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1977*, Roma 1978, p 21.
[85] Cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1985,* Roma 1986, p. 158.
[86] La Malfa (1981), pp. 9 ss.
[87] Sul punto si veda Banca d'Italia, *Assemblea Generale Ordinaria dei partecipanti*, 31 maggio 1975, Roma 1974, pp. 302 ss. (accessibile sul sito *bancaditalia.it*).
[88] Cavazzuti (2000), p. 19.

to nel processo di autofinanziamento, poggiava in maniera massiccia sul sistema bancario o direttamente sul mercato dei capitali[89]. In tale contesto, l'introduzione di una nuova disciplina delle borse valori e l'istituzione di un organo di controllo avrebbero risposto all'intento di ampliare le possibilità di scelta per i risparmiatori e di prestare attenzione ai cointeressati alle sorti dell'impresa, creando così le premesse per un più informato giudizio da parte del pubblico[90].

La CONSOB vide la luce in un periodo storico di crisi finanziaria, ove la borsa era percepita con scetticismo dall'opinione pubblica, giudizio peraltro rafforzato dalle vicende del periodo, che minarono ulteriormente la reputazione del mercato e la fiducia del pubblico sul funzionamento della stessa[91]. La piazza finanziaria italiana rappresentava una componente marginale dell'economia nazionale complessiva. Gli anni '70 segnarono per la borsa un periodo di indubbio decadimento, considerato anche l'impatto della svalutazione[92]. Al 31 dicembre 1975, le società quotate presso la borsa valori di Milano erano 154, con una capitalizzazione pari ad odierni 3.835 milioni di euro, per un rapporto capitalizzazione di listino/prodotto interno lordo (PIL) domestico pari a 5,2%. Nel 1977, il rapporto raggiunse il minimo storico del 2,5%. L'andamento generale del mercato fu, quindi, altalenante. Tuttavia, sul finire del decennio, iniziarono lentamente a delinearsi le condizioni che avrebbero determinato lo straordinario balzo in avanti del decennio successivo. Nell'anno 1984, erano quotate presso la borsa di Milano 192 società, di cui 37 sul mercato ristretto, per una capitalizzazione complessiva pari a 28.965 milioni di euro, equivalenti ad un 7,6% del prodotto interno lordo domestico dello stesso periodo.

4.2 Il modello di borsa pubblicistico

Nel primo decennio di attività della Commissione, le strutture di mercato erano ancora saldamente ancorate al modello pubblicistico della borsa di commercio delineato dalla legge 20 marzo 1913, n. 272[93]. Tale modello era caratterizzato da diversi profili di specificità, quali la dimensione pubblicistica dell'accesso al mercato, il localismo, la pluralità di organismi con competenze sul funzionamen-

---

[89] Si veda l'intervento alla Camera del 1975 di Guido Carli, allora governatore della Banca d'Italia agli atti della seduta n. 259, cfr. *Intervento alla Commissione Finanze della Camera in sede di indagine conoscitiva sul funzionamento delle borse–valori in Italia*, seduta del febbraio 1975, n. 259.

[90] Cavazzuti (2015), p. 425.

[91] Siciliano (2011), p. 26. Si veda, nella stessa edizione, anche la ricostruzione di Coltorti (2011).

[92] Si vedano i dati relativi alla capitalizzazione di borsa, contenuti in Appendice 1.

[93] Si veda per una ricostruzione del contesto storico che portò all'adozione della legge n. 272/1913, Baia–Curioni (1995), pp. 219 ss..

«I primi passi sono quindi risultati … timidi ed incerti, ed i poteri a protezione del risparmio del pubblico inadeguati in un periodo in cui la fantasia degli operatori finanziari era molto spregiudicata»

Intervento del Presidente Piga
Londra 1990

to, nonché la negoziazione alle grida[94]. Naturalmente, il mercato catturava, al tempo, solo una parte minoritaria degli scambi, spesso effettuati fuori mercato tra vari soggetti privati, con buona pace dell'effettiva rappresentatività dei prezzi del listino ufficiale[95]. Relativamente alle borse locali, oltre al ruolo esercitato da CONSOB, il governo era diviso fra vari organi locali con diverse competenze e attribuzioni. Il modello era aperto all'autoregolamentazione, attraverso la delega di funzioni da parte dell'Autorità di vigilanza; tuttavia, la pluralità di soggetti e la conseguente mancanza di uniformità nell'esercizio delle attività delegate furono di ostacolo agli sviluppi in tal senso[96].

L'accesso ai recinti delle grida era riservato agli agenti di cambio, pubblici ufficiali iscritti in apposito ruolo, ammessi limitatamente all'esercizio di attività per conto di clienti[97]. Nessuno spazio era riservato alle banche, sebbene esse fossero comunque parte dell'ecosistema finanziario, fornendo liquidità ai *brokers* e al mercato nel contesto delle fasi di liquidazione[98]. In assenza di infrastrutture centralizzate, le attività di liquidazione erano svolte principalmente dagli agenti di cambio, su base mensile; tuttavia, a partire dal 1981, CONSOB intervenne per imporre temporaneamente le negoziazioni per solo contante, nonché per regolamentare le pratiche della liquidazione a termine, utilizzata per l'acquisizione di posizioni speculative a leva[99].

In un quadro di tendenziale continuità, le innovazioni legislative del 1977 consentirono l'avvio del mercato ristretto presso diverse piazze finanziarie locali, secondo un modello caratterizzato da tratti di specificità rispetto alle borse valori[100]. La sua istituzione fu anche intesa a catturare nell'alveo della legalità il fenomeno dei cd. "mercatini", vale a dire riunioni non ufficiali, periodicamente organizzate presso alcune borse valori per la trattazione di titoli non quotati[101].

---

[94] Cfr. Siciliano (2011), pp. 55 ss.
[95] Secondo le stime della Commissione, i titoli negoziati in borsa nell'anno 1975 furono in realtà una percentuale intorno al 20% del totale, Consob, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1975*, Roma 1976, pp. 29 ss.
[96] CONSOB fu infatti costretta ad avocare le competenze in materia di ammissione in borsa delle società commissionarie, precedentemente delegate alle Camere di commercio. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1980,* Roma 1981, pp. 19 s.
[97] Per comprendere le dimensioni dell'industria dell'intermediazione del tempo, si vedano i relativi dati in Appendice 2.
[98] In particolare, attraverso il diffuso ricorso al contratto di riporto come finanziamento per le operazioni di borsa, anche a leva. La CONSOB, con delibera 5 ottobre 1977 n. 274, richiese a intermediari di borsa e altri soggetti che esercitavano fuori borsa attività di intermediazione o di finanziamento relativamente ai titoli quotati, di comunicare i dati relativi alle operazioni di riporto e a quelle di anticipazione su titoli azionari di qualsiasi specie ammessi alla quotazione nelle borse valori, con chiunque poste in essere.
[99] CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1981*, Roma 1982, pp. 23 ss.
[100] CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1977*, Roma 1978, pp. 41 ss.
[101] *Ibid*, nonché cfr. Costi (2013), pp. 23 ss.

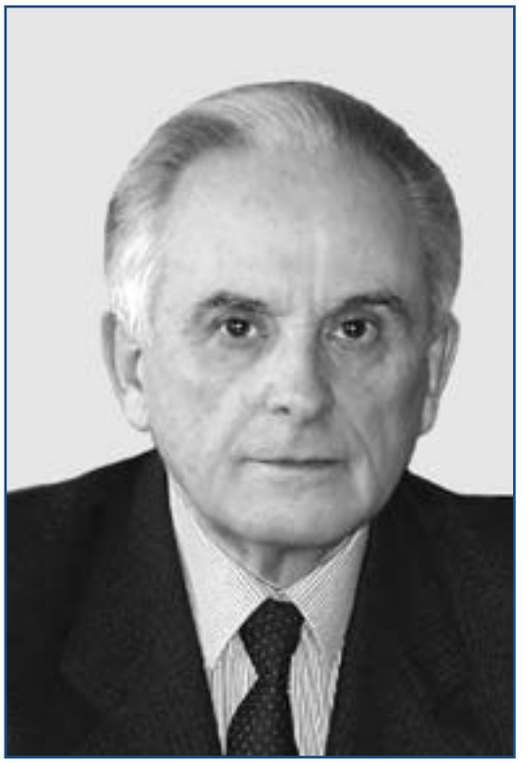
Le riunioni del mercato ristretto si tenevano presso i locali delle varie borse, ma in orari diversi dal mercato ufficiale. Nella costruzione del modello di questo nuovo mercato, la CONSOB adottò una struttura regolamentare più agile e versatile, con elementi innovativi atti a migliore informazione e trasparenza delle negoziazioni[102]. In particolare, elemento innovativo nella *governance* fu la costituzione di Comitati *ad hoc*, con compiti di organizzazione e di controllo sul funzionamento del mercato ristretto, caratterizzati da una composizione snella e presieduti da un Commissario di borsa, al fine di garantire maggiore incisività e tempestività di azione, indispensabili per la dinamicità del nuovo mercato[103]. Negli anni successivi, il modello di mercato trovò espansione presso altre sedi locali[104]. Gli sforzi della CONSOB rivolti alla promozione e allo sviluppo del nuovo mercato, anche attraverso strumenti di *moral suasion*, si scontrarono tuttavia con "una ridotta propensione alla quotazione o, comunque, atteggiamenti dilatori" da parte dei potenziali emittenti[105].

[102] CONSOB descrisse il nuovo mercato come un "vivaio" per il listino principale, ad esso complementare, nonché un possibile canale di finanziamento delle economie regionali, per quelle imprese a carattere prevalentemente locale e con un azionariato territorialmente circoscritto, *ibid.*

[103] Tali comitati erano composti di rappresentanti delle categorie interessate (due agenti di cambio, un rappresentante degli Istituti di credito e uno della Camera di Commercio) e presieduti da un Commissario di borsa. In tal modo si volle sganciare anche strutturalmente il ristretto dal mercato ufficiale, assicurando nel contempo, attraverso la diversificazione delle conoscenze e dell'esperienza dei componenti, la massima rappresentatività e competenza del Comitato*, ibid.*

[104] Ai cinque mercati già operanti (Genova, Torino, Milano e Roma dal maggio 1978 e Firenze, dal luglio 1979) si aggiunse nel 1980 anche il ristretto di Napoli: CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1980,* Roma 1981, pp. 21 ss.

[105] Emblematico il caso riportato nell'anno 1980, relativo ad una società, sollecitata dalla Commissione ad adire la quotazione, che deliberò «*di fare quanto possibile per evitare l'ammissione alle negoziazioni delle azioni sociali*», *ibid,* p. 22.



Franco Piga, Bruno Pazzi ed Enzo Berlanda, Presidenti CONSOB nel decennio 1984-1994

Capitolo 3

Il Big Bang Italiano (1984-1994)

«… la legge n. 281 del 1985 ha dato un contributo risolutivo … Senza dubbio la legge riconosce, in modo che non si saprebbe immaginare più chiaro, autonomia piena all'Istituzione; riconosce cioè il potere dell'Istituzione di darsi anzitutto il proprio ordinamento e di collocarsi al vertice della funzione di controllo esterno dell'ordinamento delle società e della borsa…»

Relazione CONSOB per l'anno 1985

1. Premessa

La seconda decade di storia della Commissione vide succedersi 3 Presidenti: Franco Piga (1984-1990), Bruno Pazzi (1990-1992) ed Enzo Berlanda (1992-1997).

Come accennato nel capitolo I, a metà degli anni '80 intervenne nel Regno Unito il cosiddetto *big bang*, ossia l'ampia riforma della borsa di Londra promossa dal governo di Margareth Thatcher, che rimosse le limitazioni di carattere pubblicistico che regolavano l'accesso al mercato, liberalizzandolo[106]. Tale riforma fu, nei fatti, il frutto di un accordo intervenuto nel 1983 tra il governo Thatcher e la borsa di Londra, diretto a superare le criticità sollevate dall'Autorità *antitrust* domestica, aventi ad oggetto l'insieme delle pratiche restrittive all'epoca in essere per gli intermediari ammessi alle negoziazioni, quali la previsione di commissioni minime fisse e la *single capacity*, che richiedeva la separazione tra i *broker* che agivano come agenti per i clienti e gli operatori che agivano in proprio. Per entrambi venne meno il requisito di indipendenza da gruppi finanziari più ampi e furono inoltre ammessi gli intermediari esteri alla borsa valori. La riforma entrò in vigore il 27 ottobre 1986 e fu presa, poi, ad esempio e realizzata in vari Stati europei.

In Italia, la legge 2 gennaio 1991, n. 1 (legge SIM) rivoluzionò il panorama delle attività di intermediazione mobiliare, determinando il progressivo superamento dei modelli di intermediazione preesistenti, basati su una impostazione pubblicistica della gestione e dell'accesso alle negoziazioni di borsa, a favore di soggetti specializzati di matrice privatistica. Si affermò, quindi, il modello della società di intermediazione mobiliare, quale intermediario mobiliare a vocazione polifunzionale[107]. D'altro lato, tale legge non consentì l'accesso alla negoziazione diretta nelle borse valori dei soggetti bancari, la cui operatività fu limitata ai soli titoli non quotati e ai titoli di Stato[108]. Ciò non impedì comunque agli istituti di credito di en-

[106] Vedine il resoconto di Kynaston (2022), pp. 616 ss.
[107] Si veda anche la ricostruzione in Appendice 2.
[108] Per una ricostruzione delle attività esercitabili da una banca autorizzata ai sensi della legge SIM, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1991*, Roma 1991, pp. 160 s.

trare nel capitale delle SIM, ottenendo così una finestra di accesso al mercato[109]. Inoltre, sebbene il ruolo delle banche risultasse marginale nell'ambito dell'attività di negoziazione in borsa, esse ebbero, tuttavia, una posizione centrale nell'ambito di attività di negoziazione relative ai titoli di Stato sul mercato MTS.

2. Il quadro normativo

2.1 Il nuovo assetto istituzionale della CONSOB a seguito della legge n. 281/1985

L'attività normativa del decennio rappresentò un momento di significativo cambiamento dell'ordinamento dei mercati finanziari. Essa fu un momento di transizione determinante per l'architettura del mercato, che abbandonò definitivamente il modello della legge di borsa del 1913, nonché per l'assetto delle strutture di vigilanza del mercato mobiliare, che si consolidarono sul modello del "doppio binario" tra Banca d'Italia e CONSOB che ancora caratterizza il sistema dei controlli domestico. Nell'ambito di questo processo si delineava chiaramente il ruolo della Commissione che, pur senza esserne l'attore principale, contribuì significativamente, con una forte attività di impulso, al processo legislativo, i cui esiti determinarono impatti per la CONSOB stessa in un rapporto bidirezionale.

Anzitutto, la legge 4 giugno 1985, n. 281, rappresentò un punto di svolta nell'evoluzione degli assetti di vigilanza in materia di tutela del risparmio, nel cui ambito emerse, infine, un'Autorità di vigilanza indipendente. L'esercizio delle attività di cui alla legge n. 216/1974, anche alla luce dei successivi ampliamenti di competenze intervenuti, avevano reso evidente la necessità di un rafforzamento organizzativo dell'Istituzione al fine di garantire l'effettivo esercizio delle competenze ad essa attribuite. La legge n. 281/1985 modificò la legge istitutiva, innovando profondamente l'assetto organizzativo della Commissione e affermandone i tratti di autonomia e indipendenza, che trovarono nell'acquisizione della piena personalità giuridica esplicito riconoscimento[110]. Oltre all'inquadramento formale, la legge n. 281/1985 determinò il superamento di diversi vincoli di carattere pratico all'effettiva operatività della CONSOB. Peraltro, essa arricchì gli obblighi di trasparenza in materia di partecipazioni rilevanti, già introdotti dalla legge n. 216/1974[111].

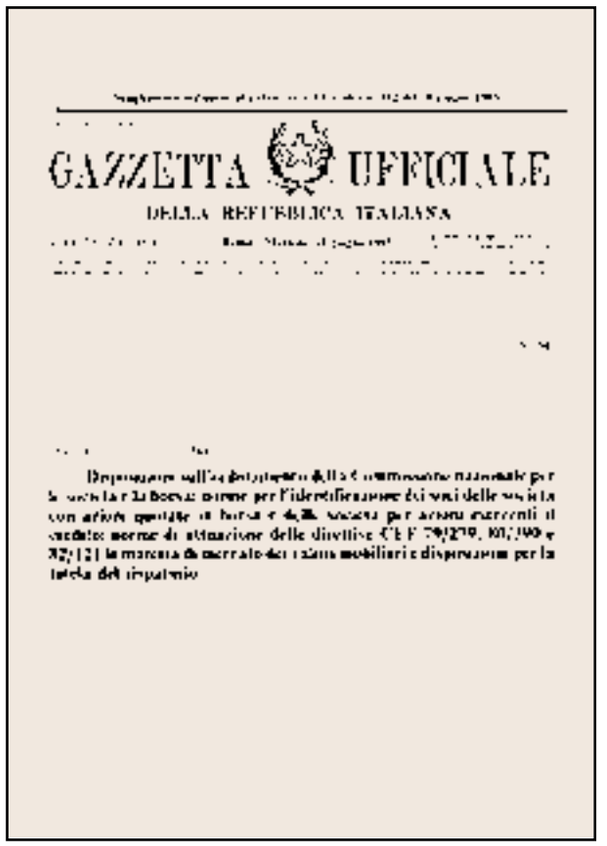
«Il quadro normativo è un tassello che è andato al suo posto, ma esso è risultato molto più corposo della materia a cui si deve applicare. In altre parole, la legislazione è cresciuta, ma non altrettanto è cresciuto il mercato»

Discorso del Presidente Berlanda
Milano 1993

[109] La partecipazione di soggetti bancari al capitale non era esclusa dall'ordinamento, che invero esentava gli istituti di credito dai vincoli di partecipazione al capitale delle SIM, cfr. art. 18 (5) legge SIM.

[110] In altri termini, anteriormente alle modifiche di cui alla legge n. 281/1985, gli atti e provvedimenti della Commissione, sebbene assunti in autonomia, erano necessariamente imputati alla soggettività giuridica dello Stato.

[111] Cfr. art. 5 della legge n. 281/1985.



GAZZETTA UFFICIALE

DELLA REPUBBLICA ITALIANA

2.2 Il nuovo ordinamento dei mercati mobiliari

La successiva attività legislativa dei primi anni Novanta avviò il processo di rivoluzione delle strutture dei mercati mobiliari, liberalizzando anche in Italia l'accesso ai mercati e alle relative infrastrutture. Essa contribuì significativamente al progressivo completamento del quadro della regolazione dei mercati finanziari domestici, colmando diverse lacune. Di riflesso, furono progressivamente ampliati i poteri e le funzioni della Commissione, nonché gli ambiti rilevanti della sua attività. Inoltre, la riforma legislativa diede origine ad una ampia attività regolamentare da parte della CONSOB, in alcuni ambiti esercitata d'intesa con Banca d'Italia, ai fini dell'implementazione dei nuovi assetti normativi.

In particolare, a valle di prolungate discussioni parlamentari, fu approvata la legge 2 gennaio 1991, n. 1, relativa alla disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e l'organizzazione dei mercati mobiliari[112]. La legge intese tradurre nella realtà italiana le esperienze di riforma e di ammodernamento intraprese a partire dagli anni '80 nella maggior parte degli ordinamenti europei in materia di mercati mobiliari. Già a partire dalla metà degli anni '80, la Commissione aveva sviluppato e promosso specifici orientamenti per lo sviluppo del mercato borsistico nazionale, funzionali ad una riforma organica della piazza finanziaria, che andasse ad affrontarne i problemi essenziali, ossia il processo di formazione dei prezzi e l'efficienza transazionale complessiva (vedi il cap. 1, par. 3, *La riorganizzazione della borsa e il sistema telematico*)[113]. Il tema dell'ammodernamento dei mercati era fortemente sentito anche a livello comunitario ed era menzionato nella prima proposta per una direttiva del Consiglio sui servizi di investimento[114].

I contenuti di rilievo della legge SIM furono essenzialmente due. Anzitutto, essa introdusse un quadro di disciplina unitaria in materia di servizi di investimento e di Società di intermediazione mobiliare, intermediari rispetto ai quali era prevista una esplicita riserva di attività relativamente all'intermediazione nelle borse valori e nel mercato ristretto[115]. Essa introdusse, in particolare, un nucleo di princìpi e regole di condotta degli intermediari, nonché requisiti di capitale, ai fini dello

[112] La legge rappresenta la sintesi di un lungo processo di studio e riflessione, che trova le sue radici nei primi anni '80. Si veda per una panoramica evolutiva sulla legge SIM, Ferrarini 1998, pp. 26 ss.

[113] Si vedano in particolare CONSOB (1985); *id* (1987), richiamate nel cap. 1.

[114] La proposta di direttiva del 9 gennaio 1989 pose altresì una prima definizione dei termini dell'accesso delle imprese di investimento alle borse degli Stati membri. Essa stabilì principi di reciprocità per le imprese di paesi terzi. Le autorità del paese di origine rimasero responsabili della vigilanza finanziaria. La direttiva intese promuovere la liberalizzazione dei servizi d'investimento entro il 1993, cfr. *Proposta di direttiva del Consiglio relativa ai servizi nel campo degli investimenti in valori mobiliari* COM(1988) 778 def, (89/C43/10).

[115] La riserva di attività era tuttavia soggetta ad alcune deroghe previste per gli agenti di cambio, nonché, transitoriamente, per le società commissionarie. Ai soggetti bancari venne lasciata ex art. 16, primo comma, l'attività di negoziazione relativa a titoli non quotati e titoli di Stato, si vedano Cera (1993), pp. 27 ss.; Annunziata (1993), pp. 254 ss.

svolgimento dell'attività di intermediazione mobiliare[116]. Dal punto di vista degli assetti di vigilanza, la legge era concepita secondo il modello del doppio binario fra Banca d'Italia, competente per i controlli di stabilità, e CONSOB competente per trasparenza e correttezza, mentre il Ministero del Tesoro era presente in diversi ambiti, in particolare quello sanzionatorio[117]. Veniva delegata alla CONSOB un'ampia potestà regolamentare.

Inoltre, la legge SIM rappresentò la base giuridica di ammodernamento della piazza finanziaria italiana, processo di cui si darà conto *infra,* introducendo un quadro normativo organico per la disciplina dei mercati regolamentati ed equipaggiando la CONSOB con gli opportuni strumenti per assicurarne la fattiva implementazione, in prospettiva di utilizzo della telematica e di concentrazione delle negoziazioni. Essa intervenne, inoltre, sulla *governance* dei mercati, introducendo il Consiglio di borsa, nel quale veniva riunita la titolarità dei poteri spettanti ai preesistenti "organi minori di borsa" e alle Camere di Commercio[118]. Nell'assetto normativo, la Commissione restava titolare di un quadro di competenze gestionali per il funzionamento dei mercati, ad esempio in materia di ammissione a quotazione e sospensione di titoli, nonché in materia di quotazione d'ufficio, oltre che di vigilanza e regolamentazione. La legge SIM introduceva anche una disciplina esaustiva dei servizi di post–negoziazione, specificamente dei servizi di compensazione e garanzia, nonché di gestione accentrata. Anche in tali ambiti, essa delegava a CONSOB ampie potestà regolamentari attuative, da esercitarsi d'intesa con la Banca d'Italia.

Inoltre, nel corso degli anni '90, intervennero innovazioni in tema di informativa societaria e trasparenza e di tutela dell'efficienza del mercato, che si inquadravano in un più ampio fenomeno di armonizzazione europea[119]. In particolare,

---

[116] Precedentemente, con l'adozione del regolamento relativo alle Commissionarie di borsa del 1986, la CONSOB già anticipava in parte le tecniche introdotte con la legge SIM, si veda CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1991*, Roma 1991, p. 11; si veda anche ANNUNZIATA (1993), p. 271.

[117] Si veda la ricostruzione del modello di vigilanza offerta da Cera, (1993) pp. 113 ss.; CAVALLO (2006), pp. 13 ss. e Borrello, Cassese et al. (2021).

[118] L'introduzione del Consiglio di Borsa determinò il trasferimento dei poteri già spettanti ai preesistenti organi, superando dunque il precedente assetto delineato dal d.P.R. 31 marzo 1975, n. 138. Tale innovazione rappresentò un punto di sviluppo nel ruolo degli intermediari nella *governance* dei mercati e la base per l'attribuzione di una funzione di autoregolamentazione, anche se la titolarità dell'attività di vigilanza, gestione e organizzazione del mercato permaneva in capo alla CONSOB. Sebbene attribuito di poteri limitati, essenzialmente relativi agli aspetti logistici e funzionali delle borse, era tuttavia fatta salva la facoltà da parte della Commissione di delegare a tale organo un vasto complesso di competenze relative all'organizzazione e al funzionamento delle borse valori, nonché l'ammissione dei titoli a quotazione, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1992*, Roma 1992, pp. 20 s..

[119] Per un inquadramento dei primi commenti circa la spinta europea verso l'armonizzazione dei mercati finanziari, si veda Ferrarini (1983), pp. 105 ss.

la legge 17 maggio 1991, n. 157, introdusse in Italia il reato di *insider trading*, determinando un ampliamento notevolissimo degli obblighi di informazione e di comunicazione al pubblico da parte degli emittenti quotati, e demandando alla CONSOB ampie competenze di carattere regolamentare e di vigilanza[120]. La legge recepiva nell'ordinamento domestico le disposizioni della Direttiva 89/592/CEE del Consiglio del 13 novembre 1989, avente ad oggetto il coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate.

Ancora, la legge 18 febbraio 1992, n. 149[121] integrò, modificandole, le disposizioni in tema sollecitazione al pubblico risparmio di cui all'originaria legge n. 216/1974. Sebbene spesso criticata in quanto espressione di una tecnica legislativa non ottimale e non esattamente coordinata con la produzione normativa del periodo, la legge citata arricchiva l'ordinamento di una disciplina specifica relativa alle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli, incardinata sui principi di trasparenza e di controllo da parte della Commissione. Anche in questo caso, la legge delegava a CONSOB, quale garante della trasparenza del mercato, ampie competenze, incluse quelle regolamentari che vennero successivamente esercitate.

Infine, nel corso dei primi anni '90, su impulso dell'armonizzazione europea, si verificò il progressivo ampliamento del perimetro degli investitori istituzionali sul modello tracciato dalla legge 23 marzo 1983, n. 77, istitutiva dei fondi comuni di investimento mobiliare aperto[122]. Ciò avvenne con la legge 14 agosto 1993, n. 344 relativa ai fondi comuni investimento mobiliare chiusi, e il d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 84, che, in attuazione della delega contenuta nella legge comunitaria per il 1990, recependo la Direttiva 85/611/CEE del Consiglio del 20 dicembre 1985, introdusse nell'ordinamento la disciplina delle SICAV[123]. Il d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124 completò il panorama, introducendo la disciplina dei fondi pensione e della previdenza complementare. Gli assetti di vigilanza previsti dalla normativa andarono a collocarsi nel solco dualistico, già adottato con la legge n. 77/1983 e ripreso dalla legge n. 1/1991, del doppio binario fra CONSOB e Banca d'Italia, con suddivisione delle competenze per finalità.

---

[120] Si veda Bartalena (1993), pp. 230 ss., in particolare p. 248. L'autore ricorda come già l'art. 17 della legge n. 216 del 1974 avesse introdotto specifici presidi di informazione e trasparenza a carico di diversi soggetti in relazione alle informazioni relative ad emittenti quotati.

[121] Ferrarini (1993), p. 45. Sul tema si veda anche Stella Richter (2011), pp. 5 ss.

[122] Cfr. Costi (2013), pp. 31 ss.

[123] Approfondimenti in Lener (1993), pp. 139 ss.

3. L'evoluzione dell'Autorità

3.1 Il nuovo assetto istituzionale della Commissione

Nella decade in esame importanti novità furono introdotte circa l'assetto istituzionale e organizzativo della Commissione, che contribuirono ad ampliarne i poteri e le funzioni di vigilanza e controllo esercitate. Come già visto, all'esito di un processo travagliato, essa acquisì con la legge n. 281/1985 una piena ed effettiva personalità giuridica di diritto pubblico, divenendo la prima Autorità indipendente dell'ordinamento, a poco più di dieci anni dalla sua costituzione. Nel panorama istituzionale italiano, il nuovo inquadramento formale della CONSOB, nonché le ulteriori competenze ad essa attribuite dalla normativa degli anni '90,

Articolo 12: Rescissione

L'Intesa rimarrà in vigore finché non verrà rescissa dall'una o dall'altra Autorità con 30 giorni di preavviso previa notifica scritta all'altra Autorità.

in data 5 maggio

Firmato a Washington D.C. ^ e a Milano
in data 3 maggio 1993

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION DEGLI STATI UNITI D'AMERICA

da Richard C. Breeden

Richard C. Breeden
Presidente

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETA' E LA BORSA IN ITALIA

da Enzo Berlanda

Enzo Berlanda
Presidente

L'Accordo di cooperazione sottoscritto dalla CONSOB e dalla SEC nel 1993

contribuirono a rafforzarne il peso istituzionale e, quindi, la sua posizione *vis–à–vis* degli altri attori pubblici del quadro di vigilanza che si andava consolidando, in particolar modo la Banca d'Italia, verso la quale CONSOB andò a collocarsi in posizione para–ordinata, in un quadro di coordinamento formale.

Le attività istituzionali della Commissione si estesero oltre il perimetro tracciato dalla legge n. 216/1974 a nuovi ambiti. Ne conseguirono una intensa attività normativa di matrice regolamentare e un sensibile incremento delle attività di vigilanza, come testimoniato dalle *Relazioni* del periodo. In particolare, le nuove leggi in tema di *insider trading* e di offerte pubbliche di acquisto ampliarono i compiti della

CONSOB riguardo agli obiettivi di tutela del risparmio, di vigilanza sulla diffusione e sulla qualità dell'informazione, nonché di controllo sulla corretta gestione delle informazioni *price sensitive*. Nel corso del 1991, in attuazione della normativa, venne adottato il Regolamento in tema *di insider trading*[124]. Il periodo vide, dunque, lo sviluppo dell'esperienza di vigilanza della Commissione in tema di *insider trading*, con la predisposizione di appositi modelli di *enforcement* per la repressione del fenomeno. In tale contesto, le attività di vigilanza giocarono un ruolo determinante nel garantire l'effettività della risposta dell'ordinamento[125]. Nel corso del 1992, venne inoltre sviluppata e finalizzata l'attività regolamentare della Commissione in materia di sollecitazione del pubblico risparmio con l'emanazione dei provvedimenti attuativi di disposizioni legislative in materia di offerte pubbliche di valori mobiliari e delle connesse iniziative pubblicitarie[126]. Ne conseguì un significativo aumento del numero di prospetti depositati (cfr. Appendice 2).

Lo stesso schema ritroviamo negli ambiti coperti dalla legge SIM, dove il contributo della CONSOB giocò un ruolo di primo piano attraverso un'ampia attività regolamentare. Nel corso dei sei mesi successivi all'entrata in vigore della nuova normativa, l'Autorità emanò, attraverso diversi regolamenti, le disposizioni attuative del Titolo I della legge, relative alla disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare[127]. Successivamente, l'attività regolamentare investì le disposizioni del Titolo II, in tema di mercati, dando impulso al processo di modernizzazione delle sedi di negoziazione domestiche e relative infrastrutture, di cui si dirà *infra*. D'altra parte, la legge SIM, in continuità con la normativa precedente, mantenne interamente alloca-

---

[124] Si veda la delibera CONSOB 14 novembre 1991 n. 5553, in Gazzetta Ufficiale n. 289 del 10 dicembre 1991.

[125] All'alba dell'entrata in vigore della disciplina in Italia, nel corso del 1992 la Commissione condusse 26 verifiche ispettive, nei confronti di vari soggetti intermediari, con lo scopo di accertare i committenti delle sottostanti operazioni di compravendita di specifici titoli quotati, effettuate in un determinato arco temporale, nonché le caratteristiche rilevanti di tali operazioni. A tale attività ispettiva seguirono i rapporti all'Autorità giudiziaria, Cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1991*, Roma 1992, pp. 226 ss.

[126] Si vedano in particolare i resoconti relativi all'anno 1992, in CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1992*, Roma 1993, pp. 185 ss.

[127] In primo luogo, con delibera n. 5386/1991 fu adottato il Regolamento di esecuzione di alcune norme della legge n. 1/1991, concernenti le SIM e altri intermediari mobiliari, contenente fra le varie, le disposizioni relative all'iscrizione nei relativi albi di SIM e società fiduciarie; la disciplina dei criteri di redazione e delle modalità di pubblicazione del documento informativo ai clienti; la regolamentazione dell'attività delle SIM autorizzate alla sollecitazione del pubblico risparmio al di fuori della sede legale. Nel mese di luglio, la CONSOB, d'intesa con Banca d'Italia, adottò con delibera n. 5387/1991 il Regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare, nonché con delibera n. 5388/1991, il Regolamento concernente l'Albo e l'attività dei promotori di servizi finanziari. A tali regolamenti, si aggiunsero quelli emanati dalla Banca d'Italia d'intesa con CONSOB, Cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1991*, Roma 1992, pp. 145 ss.

te nell'ambito della sfera pubblica – e quindi alla CONSOB – competenze gestorie in materia dei mercati, che solo successivamente furono poi conferite a soggetti privati, quale l'ammissione alla quotazione, anche d'ufficio, nonché la vigilanza sulle negoziazioni. Conseguentemente, fu la CONSOB a regolamentare nel corso del decennio la materia dell'ammissione a quotazione dei titoli degli emittenti[128]. Inoltre, l'art. 20, commi 4 e 5, della legge SIM riconobbe alla CONSOB potestà regolamentare in materia di istituzione di nuovi mercati, anche locali, per la negoziazione di valori mobiliari non quotati in borsa o ammessi alle negoziazioni nei mercati ristretti, e per la disciplina relativa[129].

Nel decennio in esame le attività della Commissione in materia di mercati si estesero al settore dei servizi di post–negoziazione, con l'istituzione della Cassa di Compensazione e Garanzia, e diverse modifiche ai regolamenti di funzionamento della Monte Titoli, di cui si dirà infra.

Nella considerazione che la vigilanza sul mercato nazionale non potesse essere efficacemente espletata nel contesto dell'internazionalizzazione dei mercati senza la cooperazione e lo scambio di informazioni tra le autorità di controllo, la CONSOB promosse nel decennio una intensa attività di cooperazione con altre autorità e *stakeholders* pubblici, che si proiettò oltre i confini nazionali ed europei. Sebbene il processo di internazionalizzazione fosse solo agli albori, emerse già allora la forte vocazione alla cooperazione internazionale e transfrontaliera dell'Istituto. In particolare, è del 1986 la formale adesione della CONSOB all'Organizzazione Internazionale delle Commissioni di Valori (OICV–IOSCO)[130], ove partecipò sia al Comitato esecutivo sia al Comitato tecnico. L'Autorità aderì inoltre ai vari Comitati dell'OCSE. Fin dall'inizio il contributo dell'Istituto alle attività dell'Organizzazione fu particolarmente rilevante, nei vari ambiti di riferimento e

---

[128] È infatti con la delibera 19 dicembre 1984 n. 1622, che viene approvato il regolamento in tema di ammissione a quotazione, poi successivamente modificato nel 1989 e 1991, cfr. Ferrarini (1993).

[129] Precedentemente all'entrata in vigore della legge SIM, l'art. 1 della legge 20 marzo 1913 n. 272, in combinato con l'art. 1 del relativo regolamento di esecuzione (regio decreto 4 agosto 1913, n. 1068), assoggettava l'istituzione di nuove borse pubbliche a decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del Ministro del Tesoro. Ciò non fu tuttavia di ostacolo per l'istituzione del mercato MTS, di cui *infra*.

[130] Cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1986*, Roma 1987, p. 132. La CONSOB aderì, peraltro, alla delibera assunta dalla IOSCO, impegnandosi, su base di reciprocità, allo scambio di informazioni nei limiti consentiti dalle rispettive leggi nazionali. Tuttavia, i limiti normativi interni erano assai ristretti: alla Commissione era, infatti, consentita la sola trasmissione di informazioni, coperte da segreto d'ufficio, alle Autorità dei Paesi CEE in relazione a materie specifiche (cfr. art. 20 legge n. 281/1985). Tali limitazioni vennero, tuttavia, parzialmente superate dalla successiva legge sull'i*nsider trading*: l'art. 9, stabilì la facoltà della CONSOB, a condizioni di reciprocità, di collaborare e scambiare informazioni con le Autorità competenti degli Stati non appartenenti alle Comunità Europee, superando il vincolo del segreto d'ufficio previsto in via generale dalla legge n. 216/74.

con diversi gradi di coinvolgimento e *leadership*[131]. Nel 1989, la CONSOB sottoscrisse un accordo con la *Securities and Exchange Commission* (SEC) degli Stati Uniti per favorire lo scambio di informazioni tra le due Autorità di vigilanza[132].

Da ultimo, l'impegno di CONSOB si sviluppò in connessione con le sue funzioni tipiche anche in ambiti complementari. Prese piede e fu progressivamente sviluppata una ricca attività divulgativa e di ricerca. È del 1990 la pubblicazione da parte della Divisione Studi Giuridici ed Economici del Quaderno di Finanza CONSOB n. 1, primo di una lunga serie che, all'epoca della redazione del presente lavoro, vede pubblicato il numero 89[133].

3.2 La gestione organizzativa e finanziaria

Al riconoscimento della personalità giuridica, intervenuto per mezzo della legge n. 281/1985, non corrispose ancora il riconoscimento di una autonomia di spesa, alternativa alla contribuzione statuale, basata su modalità di (auto)finanziamento, sulla falsariga del modello statunitense della SEC. Si pose, allora, il tema dell'effettività dell'azione dell'Istituto, nel contesto di un modello di finanziamento la cui estensione dipendeva, in pratica, da decisioni di matrice governativa[134]. Inoltre, rispetto a tale modello, potevano già ravvisarsi alcune isolate eccezioni, che testimoniavano da un lato la consapevolezza della rilevanza della tematica e anticipavano, dall'altro, i modelli di autofinanziamento che sarebbero stati introdotti solo nel decennio successivo[135].

---

[131] Nel 1987, CONSOB prese parte ai lavori del Comitato dei Mercati Finanziari (CMF), incaricato, tra l'altro, dell'esame dei progetti di riforma dei mercati di borsa degli Stati aderenti al tempo in discussione. In tale sede, furono presentate al Comitato le linee di riforma del mercato borsistico italiano elaborate nell'aprile 1987. L'Autorità contribuì inoltre ai lavori del Comitato sull'investimento e sulle imprese multinazionali (CIME), in materia di scambio di informazioni e cooperazione fra Autorità di vigilanza: si veda CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1987,* Roma 1988, pp. 142 ss.

[132] Cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1989,* Roma 1990, p. 243. All'accordo fu data piena attuazione solo successivamente all'approvazione della legge *sull'insider trading*: cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1992,* Roma 1993, pp. 34 ss.

[133] I Quaderni di Finanza CONSOB si «*prefiggono di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari e alla loro regolamentazione*». Inaugurò la collana uno studio in tema di *Insider trading e obblighi di divulgazione delle informazioni sui mercati finanziari,* ad opera di S. Barsella.

[134] Nel caso del finanziamento statuale, tali flussi potrebbero essere condizionati dalla situazione complessiva delle finanze pubbliche, con ripercussioni circa la possibilità di pianificare in autonomia piani di finanziamento di lungo respiro. L'opportunità di una soluzione basata sull'autofinanziamento emerge fra le questioni generali del decennio, quale punto di attenzione. Cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1991,* Roma 1992, pp. 25 s.

[135] La legge n. 1 del 1991 aveva già introdotto un sistema di autofinanziamento per i promotori finanziari, anticipando quindi le soluzioni successive, cfr. art. 5 legge SIM. Nell'anno contabile

La complessità delle nuove competenze allocate all'Autorità, da espletarsi in un mercato sempre più sofisticato e soggetto a pressione competitiva internazionale, sollevò inevitabilmente un problema di adeguatezza delle strutture e delle modalità organizzative dell'organismo di controllo. Pertanto, il rafforzamento degli assetti organizzativi divenne un passaggio obbligato e prioritario per lo svolgimento delle ulteriori funzioni acquisite a valle delle riforme degli anni '90[136]. Come anticipato, la legge n. 281/1985 superò alcune limitazioni pratiche e consentì di completare il processo di inquadramento del personale della Commissione, determinando anche il progressivo superamento del modello del distacco[137]. Durante il decennio in esame, l'organico della Commissione vide, quindi, una crescita significativa: alla fine del 1986, il personale presso la CONSOB ammontava a 117 unità ed era composto da 84 dipendenti inquadrati in ruolo e 33 dipendenti assunti con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato[138]. Per confronto il personale al 31 dicembre 1994 contava 341 unità, di cui 230 dipendenti di ruolo e 111 con contratto a tempo determinato. Venne inoltre conferito esplicito riconoscimento alla sede secondaria di Milano, già operativa dal 1981, presso la quale vennero successivamente trasferiti importanti uffici operativi, con competenze di ordine ispettivo e vigilanza sulla borsa. La legge n. 281/1985 ebbe importanti impatti sull'organizzazione e sul funzionamento della Commissione, con ripercussioni significative anche in termini di organigramma, con l'istituzione di nuovi uffici e nuove figure organizzative, quale il direttore generale[139]. Lo sviluppo organizzativo della Commissione continuò per tutto il decennio[140]. Tratti distintivi furono la crescente attenzione all'evoluzione or-

1994, la contribuzione derivanti dalle modalità di autofinanziamento contribuì per complessivi 8,9 miliardi di lire, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1994,* Roma 1995, Tav. VI.8.

[136] La necessità di completare il rafforzamento organizzativo reso possibile dalla legge n. 281/1985 emerge dalle relazioni del periodo come uno degli obiettivi prioritari dell'attività della Commissione, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1985,* Roma 1986, p. 23.

[137] In particolare, sebbene la legge n. 175 del 30 aprile 1981 avesse istituito il ruolo del personale CONSOB, il regolamento di trattamento giuridico ed economico venne approvato solo successivamente all'adozione della legge n. 281/1985, che semplificò la procedura di approvazione del regolamento del personale, consentendo al Presidente del Consiglio dei Ministri di emettere un decreto di esecuzione entro 20 giorni dall'approvazione del testo da parte della CONSOB. Il regolamento fu reso esecutivo nel 1985, e si procedette all'inquadramento del personale, *ibidem,* p. 157.

[138] Si vedano, per maggiore granularità, i dati in Appendice 2.

[139] Cfr. art. 2, legge n. 281/1985.

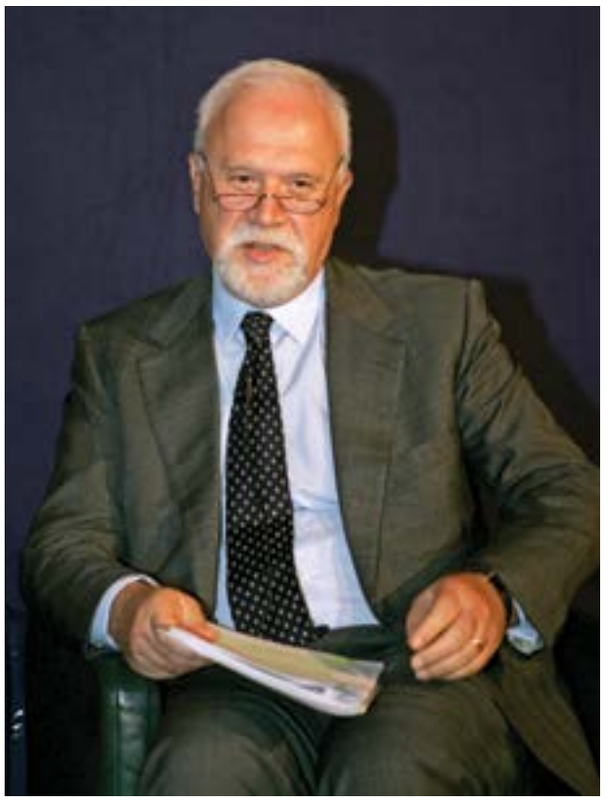
[140] Lo sviluppo organizzativo della CONSOB nel decennio fu significativo ed è testimoniato dalle numerose modifiche intervenute nel relativo regolamento di organizzazione. Nel giugno del 1994 la Commissione approvò un progetto di massima di riorganizzazione consistente nella riduzione del numero dei livelli organizzativi da 3 (aree, servizi, uffici) a 2 (divisioni e uffici). Il progetto prevedeva inoltre, l'istituzione della figura del Funzionario generale per la riforma, con l'incarico di seguire le attività operative necessarie per la realizzazione della nuova struttura organizzativa e alcuni progetti speciali di natura "orizzontale". Un secondo passo fondamentale

ganizzativa interna, alla meccanizzazione delle procedure e all'utilizzo di soluzioni tecnologiche e informatiche ai fini dell'efficientamento e della facilitazione dello svolgimento di funzioni istituzionali[141].

4. L'evoluzione del mercato

4.1 L'evoluzione del listino verso un sistema borsistico nazionale

L'evoluzione del listino di borsa nel periodo fu indubbiamente significativa, rappresentando, insieme con il periodo dei primi anni del secolo XX, un momento di grande rilancio della piazza finanziaria, in termini di quotazioni intervenute, nonché di capitalizzazione assoluta del listino (si veda Appendice 1). Il peso specifico del settore finanziario, parametrato rispetto al prodotto interno lordo del relativo periodo, risultò più che raddoppiato. Il quadro storico offerto da alcuni indicatori fornisce una sintesi immediata della eccezionalità del fenomeno. Nell'anno 1984, erano quotate presso la borsa di Milano 192 società, per una capitalizzazione complessiva pari a 28.965 milioni di euro, equivalente al 7,6% del prodotto interno lordo domestico. Per converso, nell'anno 1994, presso la borsa di Milano risultavano quotate 260 società, per una capitalizzazione complessiva pari a 155.811 milioni di euro, equivalenti al 17,7% del prodotto interno lordo domestico[142]. Le ragioni storiche di tale fenomeno, a partire dagli anni '90, sono da ricondursi anche alle politiche di privatizzazione intraprese nel periodo, che hanno rivoluzionato l'assetto del listino[143]. In particolare, sul totale del listino, il peso della capitalizzazione delle società precedentemente costituite risultava drasticamente ridotto, mentre i nuovi entranti, ossia le società quotate successivamente al 1990, acquistarono un peso preponderante[144]. Le privatizzazioni rappresentarono una prova di maturità della piazza finanziaria italiana che fu profondamente rivoluzionata a tutti i livelli, supe-



Giuseppe Zadra, Responsabile dell'Area Borsa della CONSOB dal 1985 al 1992

nel ridisegno delle modalità di funzionamento fu la revisione del regolamento di organizzazione e funzionamento della CONSOB, approvato con delibera del 17 novembre 1994, n. 8674, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1995,* Roma 1996, pp. 150 ss.

[141] Durante il decennio, furono operati diversi interventi di potenziamento importanti del Centro Elettronico, in ambito *software* e *hardware*. Furono realizzate procedure operative strumentali all'adempimento dei compiti istituzionali della CONSOB, inclusa l'elaborazione dei dati relativi all'andamento dei titoli, la gestione dei possessi azionari e delle comunicazioni, e la gestione delle informazioni relative agli incarichi di revisione e certificazione dei bilanci, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1992,* Roma 1993, pp. 245 ss.

[142] Cfr. i dati inclusi in Appendice 2, con rinvio alle relative fonti.

[143] Cfr. in argomento Freni (2021).

[144] L'adozione della legge 30 luglio 1990, n. 218, anche nota come "legge Amato", avviò la privatizzazione delle banche pubbliche con la trasformazione degli istituti di diritto pubblico e delle Casse di Risparmio in S.p.a., aventi come principale azionista le Fondazioni di origine bancaria.

Bloomberg Help and Learning
SHOP
BRIEF
Functions for the Market

rando il modello pubblicistico di borsa tratteggiato dalla legge del 1913 e transitando progressivamente verso le strutture ed i modelli contemporanei[145]. In questa contingenza, la Commissione giocò un ruolo importante di direzione e di impulso alla transizione del mercato, che si realizzò in larga parte per merito dell'attività di regolamentazione, di cui si è dato conto, che abbracciò sia intermediari che borse.

4.2 L'avvio del sistema telematico delle borse valori

Dal punto di vista delle infrastrutture, all'inizio del periodo la piazza finanziaria italiana corrispondeva ancora al modello tratteggiato dalla legge di borsa del 1913. Le negoziazioni su titoli quotati avvenivano presso le borse valori, mentre i titoli non quotati erano negoziati nel mercato ristretto. Le strutture di *governance* erano complesse e poco efficienti, basate su ripartizioni di competenze fra diversi organi locali. Il processo di formazione dei prezzi, nonché i livelli di trasparenza, risentivano della mancanza di un *order book* integrato. La vigilanza e l'*enforcement* erano difficili, in questo quadro frammentato. Nel medesimo periodo iniziava, peraltro, ad affermarsi la telematica con un ruolo sempre più importante nell'organizzazione dei mercati mobiliari[146].

La legge SIM gettò le condizioni per superare questi profili di arretratezza. In termini di *governance*, essa prevedeva la costituzione di un nuovo organismo, il Consiglio di borsa, nominato con decreto del Ministero del Tesoro e composto da rappresentanti delle SIM e delle banche autorizzate allo svolgimento di attività di negoziazione, a vocazione di autofinanziamento ed autogestione da parte degli intermediari. Il Consiglio accentrava tutte le competenze organizzative, tecniche e consultive dei precedenti organi locali ed era deputato a gestire il mercato mobiliare nel suo complesso, anche se la titolarità dell'attività di vigilanza, gestione e organizzazione permaneva in capo alla CONSOB.

In termini di struttura, le innovazioni furono ancora maggiori, con la realizzazione della infrastruttura di negoziazione telematica, nonché l'implementazione della concentrazione delle negoziazioni, secondo le linee di riforma tratteggiate dalla CONSOB nella prima metà degli anni '80[147]. Nel novembre del 1991 ebbe avvio, per un sottoinsieme di titoli, successivamente esteso, il sistema telematico delle borse valori italiane[148]. L'adozione della telematica fu volta a realizzare condizioni di funzionalità del mercato che, da un lato, consentissero la disponibilità di informazioni affidabili e, dall'altro, attraverso nuove strutture operative, soddisfacessero alle esigenze di rapidità e di certezza delle negoziazioni. Nell'esperienza italiana, si pose, peraltro, il problema di rendere compatibile lo sviluppo e la gestione di tali nuove tecnologie in un quadro normativo ove le competenze per l'allestimento delle infrastrutture di borsa erano per legge affidate agli organismi pubblici. La soluzione adottata risultò, quindi, peculiare. In seguito ad accordi intervenuti nel corso del 1989, le categorie degli operatori autorizzati (agenti di cambio, aziende e istituti di credito e commissionarie di borsa) diedero vita, con paritetiche partecipazioni al capitale, alla Società generale telematica di borsa (società GTB), avente come oggetto sociale la realizzazione dei servizi telematici necessari al funzionamento delle borse valori.

Tale società assunse per atto amministrativo nei confronti del Consorzio camerale per il coordinamento delle borse valori, l'onere di realizzare e gestire il sistema in questione, secondo le caratteristiche tecniche definite nell'atto stesso e con le modalità indicate nella bozza di normativa regolamentare approvata dalla Commissione in via provvisoria. Facendo leva sulla possibilità di avvalersi anche di strutture esterne ai fini della realizzazione del progetto in concessione, la società GTB si avvalse del supporto tecnico del CED Borsa, società già da anni fornitrice di servizi all'ecosistema di borsa, che sviluppò le strutture necessarie alla creazione del sistema telematico di contrattazione[149].

---

[145] Si vedano, per maggiore granularità sull'evoluzione del numero di SIM e agenti di cambio autorizzati i dati relativi, in Appendice 2.

[146] L'innovazione tecnologica fu un fattore chiave nello sviluppo dei mercati e delle relative infrastrutture: si veda al riguardo, DI NOIA e FILIPPA (2021).

[147] Si veda nel capitolo 1, *La riorganizzazione della borsa e il sistema telematico*.

[148] L'avvio del mercato telematico intervenne poco dopo l'adozione da parte di CONSOB con delibera n. 5564 del 23 novembre 1991, del Regolamento per il funzionamento del sistema telematico delle borse valori italiane. Poco prima, con delibera n. 5552 del 14 novembre, la CONSOB aveva emanato un altro importante regolamento, concernente la negoziazione di valori mobiliari fuori dei mercati regolamentati e relativa disciplina dei blocchi e obblighi di *reporting*.

[149] Rispetto all'originario progetto del 1985 – cfr. CONSOB (1985) –, nel disegno finale del sistema si decise di mutuare i criteri di funzionamento della piatta-

Inoltre, l'introduzione della regola di concentrazione degli scambi, lungamente promossa dalla Commissione, diede ulteriore impulso al processo di ammodernamento della piazza finanziaria italiana e al miglioramento del processo di formazione dei prezzi[150]. La concentrazione degli scambi, implementata da CONSOB successivamente all'avvio del sistema telematico di contrattazione continua, determinò il naturale superamento del modello delle borse locali e la transizione verso i mercati contemporanei, Mercato Telematico Azionario (MTA) ed il Mercato Telematico delle Obbligazioni (MOT). Intervenne, poi, nel 1994 l'istituzione del Mercato Italiano dei Derivati (IDEM), funzionale alla negoziazione di strumenti *futures* e, successivamente, anche opzioni[151]. Nello stesso anno, calava definitivamente il sipario sull'era delle "grida" e del *floor trading*.

Pochi anni prima, aveva visto l'avvio, su un binario parallelo, il Mercato telematico dei titoli di Stato (MTS), il cui sviluppo fu autonomo e connotato da tratti di specificità. L'esperienza di MTS ebbe inizio sul finire degli anni '80, collocandosi in un contesto di cambiamento nella politica di gestione del debito pubblico[152]. In tale frangente, si valutò la costituzione di una struttura di supporto alla gestione pubblicistica del debito, nella forma di un mercato secondario, riservato a investitori professionali, che garantisse un corretto processo di formazione dei prezzi. Nel 1988 il mercato prese, dunque, avvio sulla base dei termini di una Convenzione, soggetta all'approvazione del Ministro del Tesoro, e con l'istituzione di un apposito Comitato di gestione. Le negoziazioni furono supportate, inizialmente, da un sistema informativo ancora provvisorio e solo a partire dal 1992 furono trasferite su un sistema telematico dedicato, realizzato dalla Società interbancaria per l'automazione S.p.A. (SIA), già fornitrice di infrastrutture tecnologiche per il mondo bancario domestico, al tempo partecipata da Banca d'Italia. Vista la rilevanza del funzionamento del mercato del debito pubblico in termini di politica monetaria e stabilità finanziaria, la vigilanza seguì un modello specifico, con competenze principalmente in capo al Ministero del Tesoro ed alla Banca d'Italia. Sulla scia di MTS, nel 1992 intervenne inoltre la costituzione del Mercato dei contratti uniformi a termine dei titoli di Stato (MIF)[153]. Il MIF si avvalse della stessa infrastruttura utilizzata per le contrattazioni da MTS, intendendosi porre in diretta competizione con il *London International Financial Futures and Options Exchange* (LIFFE) del Regno Unito, nell'ambito dei derivati su titoli di debito pubblico italiani[154].

Se gli sviluppi nelle infrastrutture di negoziazione furono notevolissimi, analoghi passi in avanti si verificarono nelle altre infrastrutture di mercato, in particolare quelle di *post–trading*, con il maggior impulso dato dalla legge SIM. Dapprima, la legge 19 giugno 1986, n. 289, definì i termini del servizio di gestione accentrata dei titoli, prevedendo la costituzione di un monopolio in favore della Monte Titoli S.p.A. per la custodia e l'amministrazione accentrata di valori mobiliari[155]. La legge istituzionalizzò l'accentramento della

---

forma canadese del *Toronto Stock Exchange*, basato su un sistema di esclusiva asta continua telematica attivata automaticamente al verificarsi delle condizioni previste per l'apertura delle contrattazioni, superando la contrattazione alle grida, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1991*, Roma 1992, pp. 112 ss.

[150] cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1992*, Roma 1993, pp. 143 ss.

[151] Il giorno 8 novembre 1994 ebbero avvio le contrattazioni sul primo contratto *future* sull'indice azionario, denominato FÌb30, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1994*, Roma 1995, pp. 120 ss.

[152] MTS nacque su impulso del Ministero del Tesoro. Nel 1986, venne istituita dal Ministro del Tesoro Giovanni Goria una Commissione per lo studio sulla ricchezza finanziaria, debito pubblico e politica monetaria, alla quale partecipò Luigi Spaventa. A questi lavori seguì l'adozione del d.P.R. 29 dicembre 1987, n. 556, che sottrasse all'applicazione della legge 20 marzo 1913, n. 272, le negoziazioni dei titoli emessi o garantiti dallo Stato, effettuate in forme organizzate e con rilevazione e pubblicazione dei relativi prezzi da operatori finanziari, nei casi e secondo modalità stabilite con decreto del Ministro del Tesoro (cfr. art. 1). Successivamente, venne istituito dal Ministro del Tesoro, Giuliano Amato, un Comitato scientifico–consultivo sulla gestione del debito pubblico, cd. Comitato Spaventa dal nome del presidente, che disegnò i termini del mercato diffuso, poi recepiti nel decreto del Ministro del Tesoro 8 febbraio 1988, pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 62 del 15 marzo 1988.

[153] Il MIF fu istituito con decreto del Ministro del Tesoro 18 dicembre 1992, pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 44 del 22 febbraio 1992, iniziando ad operare nel successivo settembre. L'avvio del mercato fu promettente e il volume di scambi realizzato già nei primi mesi fu paragonabile a quello registrato al LIFFE di Londra su contratti analoghi, cfr. BANCA D'ITALIA, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti 1992*, Roma 1992, p. 165.

[154] *Ibid*, p. 236.

[155] La legge pose stringenti limitazioni alla detenzione del capitale, nonché alla circolazione delle relative azioni, cfr. art. 12 legge n. 289/1986.

custodia dei titoli, funzionale al trasferimento della titolarità mediante registrazione[156]. Caratteristica saliente del modello di gestione accentrata erano l'immissione nel sistema del titolo in deposito regolare e il mantenimento della forma cartacea del titolo, potendo lo stesso essere ritirato dalla struttura di gestione centralizzata dall'avente diritto[157]. Inizialmente basato su un sistema di adesione volontaria da parte degli operatori, fu poi reso obbligatorio per consentire il passaggio dalla liquidazione mensile a una liquidazione giornaliera (T+3)[158]. Lo statuto e il regolamento dei servizi della Monte Titoli furono rimessi all'approvazione della CONSOB, d'intesa con la Banca d'Italia[159].

Successivamente, la legge SIM delineò il quadro delle infrastrutture di compensazione e garanzia, demandando alla CONSOB, unitamente alla Banca d'Italia, l'implementazione del nuovo assetto dei mercati finanziari italiani. In particolare, l'introduzione della contrattazione telematica, associata all'anonimità degli operatori, rese necessaria l'istituzione di una cassa di compensazione e garanzia, al fine di garantire le operazioni negoziate sui mercati. Nel 1992, CONSOB e Banca d'Italia istituirono la Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.a. che, a cominciare dai *futures* negoziati sul mercato MIF, avrebbe garantito gli strumenti negoziati sui mercati dei derivati e a pronti domestici[160].

Istituita secondo un modello inizialmente mutualistico, la proprietà della controparte centrale era ripartita fra gli aderenti[161]. I termini di adesione restavano ancora in parte facoltativi: gli operatori erano obbligati all'adesione alla Cassa per partecipare al mercato dei *futures*, mentre essa era facoltativa per gli altri mercati. Questa differenza trovava ragione nel fatto che per i mercati dei *futures*, essa svolse sin da subito la funzione tipica di *clearing house*, interponendosi in ciascuna transazione conclusa sul mercato e garantendo l'adempimento delle obbligazioni delle parti. Nel secondo caso, essa gestiva, invece, un fondo alimentato dai versamenti degli intermediari volto ad assicurare il buon fine della liquidazione, senza tuttavia ricorso al modello dell'interposizione[162].

---

[156] L'oggetto sociale esclusivo della Monte Titoli S.p.a. era limitato allo «*svolgimento di servizi intesi a razionalizzare la custodia e la negoziazione dei valori mobiliari, in particolare attraverso la gestione del sistema di amministrazione accentrata in base al criterio di fungibilità dei valori stessi. Tale attività è svolta in conformità alle disposizioni della presente legge*», cfr. *ibid*, art. 1.

[157] *Ibid*, art. 8.

[158] Si veda la deliberazione CONSOB del 2 ottobre 1991, n. 5498, in forza della quale a partire dal 1992 fu reso obbligatorio l'intervento della Monte Titoli presso le stanze di compensazione ai fini della liquidazione mensile per i contratti nei mercati regolamentati, circostanza che ne semplificò notevolmente i profili operativi, riducendo il fenomeno dei mancati regolamenti. Cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1992,* Roma 1993, pp. 145 ss.

[159] Cfr., art. 10 legge n. 289/1986.

[160] Si vedano in particolare le disposizioni emanate d'intesa dalla CONSOB e dalla Banca d'Italia, relative all'adozione delle disposizioni concernenti l'istituzione, l'organizzazione e il funzionamento della Cassa di Compensazione e Garanzia, pubblicate in G.U. n. 73 del 27 marzo 1992.

[161] Cfr. art. 22 (3) legge SIM.

[162] Nel 1993 venne istituito da CONSOB, d'intesa con Banca d'Italia ai sensi dell'art. 22 legge SIM, il fondo di garanzia della liquidazione a contante, finanziato da contribuzioni degli aderenti basate su di un sistema ad aliquota fissa, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1992,* Roma 1993, pp. 150 ss..

Tommaso Padoa–Schioppa, Luigi Spaventa e Lamberto Cardia, Presidenti CONSOB nel decennio 1994-2004

L'età delle riforme (1994-2004)

«La CONSOB ritiene urgente la costituzione di un apposito organo di proposta e di coordinamento per lo sviluppo della Piazza finanziaria italiana. In tale organo dovrebbero essere rappresentati il Governo, la CONSOB, le Autorità cittadine, la Società di borsa, le associazioni di categoria, altre istituzioni interessate»

Discorso al Mercato del Presidente Padoa–Schioppa
Milano 1998

1. Premessa

La terza decade di funzionamento della Commissione vide succedersi 3 Presidenti: Tommaso Padoa–Schioppa (1997-1998), Luigi Spaventa (1998-2003) e Lamberto Cardia (2003-2010).

Le riforme legislative che hanno caratterizzato questo periodo oscillavano fra due diversi poli concettuali – da un lato, la liberalizzazione delle attività, dall'altro, la tutela degli investitori e l'integrità dei mercati – che si alternarono secondo considerazioni talvolta contingenti, con l'obiettivo di fornire un quadro di regolamentazione efficace per garantire lo sviluppo ordinato dei mercati nel contesto europeo e internazionale[163]. Le prime innovazioni del periodo intervennero nel 1996, in occasione del recepimento della Direttiva del 1993 in materia di servizi di investimento (ISD). Tale direttiva perseguiva gli obiettivi della modernizzazione del diritto dei mercati finanziari e della armonizzazione minima di tale diritto a livello comunitario. Essa si poneva in piena continuità con l'esperienza di liberalizzazione (*big bang*) occorsa precedentemente nella *City* Londinese, con il chiaro obiettivo di replicarne i risultati raggiunti anche in ambito europeo[164].

Due anni dopo, venne adottato il Testo unico della finanza (TUF) con d.lgs. 58/1998. I lavori del TUF furono realizzati da una Commissione interistituzionale costituita presso il Ministero del Tesoro, assistita da un comitato di giuristi ed economisti, a testimonianza del carattere innovativo e corale che fu proprio della riforma e dell'alta professionalità dei partecipanti. Ministro del Tesoro e presidente della Commissione interistituzionale erano, rispettivamente, Carlo Azeglio Ciampi e Mario Draghi. In questo clima di sforzo comune, quale emerge dalle *Relazioni* dell'epoca, l'apporto della CONSOB alla discussione sulle regole che avrebbero dovuto informare i comportamenti di mercato, emittenti e intermediari fu importante[165].

---

[163] Ferrarini (2018).

[164] L'apporto della CONSOB al processo è ricordato dalle parole del Presidente Padoa–Schioppa nel discorso introduttivo alla Relazione sull'attività svolta nel 1997, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1997*, Roma 1998, pp. 41 ss.

[165] Questo fu il bilancio di sintesi della nuova normativa, secondo il Presidente Padoa–Schioppa: «*nel complesso il quadro delle norme viene alleggerito, allineato a quello dei sistemi finanziari*

Mario Draghi, Direttore generale del Tesoro nel 1998

2. Il quadro normativo

2.1 Dal decreto Eurosim al TUF

Il d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 ("decreto Eurosim"), recepì in Italia le disposizioni della ISD, intervenendo sulla materia già riformata dalla legge SIM. Il periodo di vigenza di tale decreto fu breve, ma il suo impatto importante. Anzitutto, il decreto rivisitò la disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare, rimuovendo le limitazioni di tale attività ancora presenti per le banche e recependo il principio della libera prestazione di servizi comunitari, secondo il modello della *home state supervision*. Il decreto sancì, inoltre, il definitivo abbandono della gestione pubblicistica dei mercati e introdusse il nuovo paradigma dell'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari quale attività di impresa, riservata alle società per azioni, non necessariamente aventi fine di lucro. Inoltre, il decreto Eurosim superò la regola di concentrazione prevista dalla legge SIM e catturò il fenomeno emergente dei sistemi di negoziazione alternativa, introducendo la distinzione, poi mantenuta, fra "mercati regolamentati" e "mercati non regolamentati".

Il contributo del TUF alla stagione delle riforme fu notevole. Da un lato, esso rappresentò un esercizio di consolidamento normativo, funzionale alla riorganizzazione, al coordinamento e all'affinamento di un *corpus* di norme preesistenti in materia di intermediari, mercati, informativa degli emittenti e attività di vigilanza, introdotte in successione disorganica nel decennio precedente. Dall'altro lato, l'esercizio della delega introdusse nel panorama normativo considerazioni nuove, anticipando la legislazione europea di cui si dirà più sotto, in particolare nell'ambito del diritto societario, dove furono recepiti i nuovi indirizzi in materia di *corporate governance* e di OPA. Sul piano dello stile redazionale, il TUF attuò un contenimento della normativa di primo livello, che si strutturò per principi, in favore della regolamentazione di secondo livello da parte delle autorità di vigilanza, lasciando altresì spazi notevoli all'autonomia privata e ai codici di autodisciplina[166].

L'ambito di riforma del TUF fu, peraltro, limitato al perimetro delle società quotate, sebbene fosse stata da più parti sottolineata l'opportunità di estendere gli strumenti di tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza anche nei confronti di società che, pur non ricorrendo alla quotazione, raccoglievano capitali presso un pubblico

più evoluti, reso flessibile da un'ampia delegificazione. Guardando al Testo unico dal punto di vista della primaria esigenza di sviluppare il nostro mercato, è indubbio che esso fa compiere all'ordinamento significativi progressi. E il giudizio largamente positivo resta nonostante alcuni limiti, che non possono esser taciuti», *Ibid,* p. 42. Fra questi occorre ricordare che il TUF esentava dall'obbligo di prospetto, e conseguentemente dalla vigilanza della CONSOB, le obbligazioni bancarie e le polizze assicurative a contenuto finanziario. Tale esenzione fu poi superata nel decennio successivo.

[166] A partire dal marzo 2000 il regolamento di Borsa Italiana impose alle società quotate di confrontare il proprio modello di *governance* con il Codice di autodisciplina. Sul ruolo dell'autodisciplina nelle dinamiche di evoluzione della *corporate governance* in Italia, si veda Alvaro, Ciccaglioni et al. (2013).

diffuso[167]. In questo senso, il successivo disegno di legge predisposto dalla Commissione Mirone intese estendere certi profili di riforma del TUF oltre l'ambito delle società quotate[168].

Nel medesimo solco si collocò, poi, la riforma del diritto societario del 2003, che perseguì esigenze di ammodernamento e flessibilità delle norme per stimolare la competitività interna. I rapporti fra la riforma del 1998 e la riforma del 2003 furono duplici, in quanto alcune soluzioni introdotte nel TUF furono proiettate al di fuori del diritto dei mercati finanziari, divenendo regole di diritto societario comune. Nello stesso tempo, la riforma societaria ebbe effetti anche rispetto alle società quotate.

Gli scandali di mercato occorsi sul finire della decade in esame, principalmente relativi alle vicende Cirio e Parmalat, ebbero ampia risonanza e impressero nuovo impulso alla produzione normativa che si concretizzò all'inizio della decade successiva. La risposta dell'ordinamento alle riprovevoli vicende occorse esercitò un impatto significativo sull'originario assetto del TUF, intervenendo, inoltre, in merito al profilo istituzionale delle autorità indipendenti.

«Il mercato finanziario italiano è ancora lontano dalla condizione nella quale la perdita della reputazione ha una funzione deterrente piena»

Discorso al Mercato del Presidente Padoa–Schioppa
Milano 1998

2.2 La svolta nel processo di armonizzazione europea

Non meno significative furono le innovazioni normative in ambito europeo, sulla spinta dei cambiamenti istituzionali occorsi nel decennio precedente, con la nascita dell'Unione Europea, del mercato unico e della moneta unica.

Il nuovo millennio rappresentò un momento di grande slancio nell' evoluzione del diritto europeo dei mercati finanziari e portò due accadimenti emblematici. Il primo è rappresentato dalla sentenza della Corte di Giustizia del 1999 nel caso

---

[167] Questo fu invece il giudizio di sintesi del Presidente Spaventa, nel discorso introduttivo alla relazione sull'attività svolta nell'anno 1998: «*Il quadro d'insieme del diritto societario, tuttavia, non è ancora ben equilibrato: moderno e nitido in alcune parti, vecchio e superato in altre, che non sono necessariamente le meno importanti. Alcune delle esigenze di tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza a cui le norme del Testo unico si ispirano sussistono anche per società che, pur non ricorrendo alla quotazione, ricercano capitale di rischio o di credito presso un pubblico indistinto di finanziatori. D'altronde, per le stesse società quotate i limiti della delega legislativa non hanno consentito di dettare tutte le disposizioni che un completo adeguamento agli standard internazionali avrebbe richiesto: basti dire che né la struttura, né il funzionamento, né le competenze dell'organo amministrativo sono stati toccati dalla nuova normativa*», CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1998*, Roma 1999, p. 32.

[168] La Commissione Mirone fu istituita con decreto 24 luglio 1998 con termine fino al 31 marzo 1999. Il prodotto fu lo schema di disegno di legge delega al governo per l'adozione di uno o più decreti legislativi recanti la riforma organica della disciplina delle società di capitali e cooperative, la disciplina penale delle società commerciali, nonché nuove norme afferenti alla giurisdizione. La riforma, in coerenza con la normativa comunitaria e in conformità ai principi e ai criteri direttivi previsti dalla legge, era inoltre preordinata al necessario coordinamento con altre disposizioni vigenti, comprese quelle in tema di crisi dell'impresa.

«L'esigenza di rafforzare il mercato finanziario italiano, …, è resa più pressante da una duplice circostanza: il prossimo passaggio dalla Lira all'Euro, che apre prospettive di stabilità e di sviluppo ma accresce il rischio della delocalizzazione; il momento della borsa, che può essere occasione di un suo sviluppo ma che contiene il rischio di un'euforia effimera»

Discorso al Mercato del Presidente Padoa–Schioppa
Milano 1998

La vicenda Parmalat

La vicenda Parmalat ha rappresentato una delle crisi societarie più rilevanti del mercato finanziario italiano negli ultimi decenni.

I comportamenti illegali, realizzati attraverso la falsificazione e l'occultamento di informazioni e la presenza di strutture di gruppo complesse, comprendenti anche società con sede legale in centri *off–shore*, contribuirono a ritardare l'emersione delle difficoltà finanziarie del gruppo industriale.

Da dicembre 2002, segnali di allerta provenienti dall'andamento del titolo nonché l'emersione di incongruenze nella gestione finanziaria della società, portarono la CONSOB a una graduale intensificazione dell'attività di vigilanza, volta ad accertare la reale situazione della società e la correttezza dell'informativa fornita nella documentazione contabile.

Sulla base della pressante attività della CONSOB, in data 18 dicembre 2003, emerse l'inesistenza della liquidità dichiarata per 3,95 miliardi di euro. Il titolo venne sospeso il 22 dicembre 2003, quando aveva ormai perso quasi interamente il suo valore. Pochi giorni dopo la CONSOB, ai sensi dell'art. 157 del TUF, impugnò il bilancio dell'esercizio 2002 e segnalò all'Autorità Giudiziaria la sussistenza di ipotesi di false comunicazioni sociali. Specifici provvedimenti furono successivamente adottati nei confronti delle società di revisione coinvolte. La società venne posta in procedura di amministrazione straordinaria. Le principali attività e passività furono trasferite alla "nuova" Parmalat, le cui azioni e warrant vennero assegnati ai creditori chirografari e ammessi a quotazione su MTA, a seguito dell'approvazione da parte della CONSOB nel maggio 2005 del prospetto informativo.

Anche la vicenda giudiziaria ha segnato un'epoca.

Particolarmente significativi sono stati gli esiti del giudizio di Cassazione, cristallizzati nella sentenza n. 28932/2011, per almeno tre profili: 1) l'espresso riconoscimento alla CONSOB dell'emersione del default e di un'intensa e penetrante azione di vigilanza; 2) l'enunciazione di rilevanti principi di diritto sui reati contestati; 3) la conferma della responsabilità penale anche dell'amministratore non esecutivo.

Negli stessi anni numerosi investitori agirono in sede civile nei confronti della CONSOB per omesso o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione di obbligazioni della società. Le pretese risarcitorie sono state in tutti i casi respinte, non avendo i Tribunali adìti ravvisato alcuna violazione, da parte dell'Istituto, degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento.

Il Presidente della Repubblica Carlo Azeglio Ciampi con il Presidente della CONSOB Enzo Berlanda

Centros[169]. Esso costituì un punto di svolta, introducendo una seconda fase di sviluppo del diritto societario europeo, caratterizzata dal fenomeno della concorrenza regolatoria, intesa sia come arbitraggio regolatorio da parte delle imprese, che sono libere di scegliere in quale Stato stabilire la propria sede legale, sia come concorrenza difensiva degli Stati (*defensive regulatory competition*).

[169] Nel caso *Centros* (Causa n. C–212/97, sentenza della Corte 9 Marzo 1999. *Centros Ltd v Erhvervs – og Selskabsstyrelsen*), l'allora Corte di giustizia delle Comunità Europee decise che uno Stato Membro non può rifiutarsi di registrare la sede di una società formatasi in conformità con la legge di un altro Stato Membro dove essa ha la propria sede legale, ma nel quale non conduce i propri affari, quando la sede in questione è intesa a permettere alla società medesima di condurre per intero i suoi affari nello Stato nel quale è stata istituita, evitando di costituirvi una società e in questo modo evitando l'applicazione delle regole che governano la formazione delle società che in quello Stato sono più restrittive per quanto concerne il versamento di un capitale sociale minimo. La Corte stabilì, inoltre, che il fatto che il cittadino di uno Stato Membro che intenda costituire una società scelga di formarla nello Stato Membro le cui regole di diritto societario gli paiano meno restrittive e di istituire sedi secondarie in altri Stati Membri non può di per sé costituire un abuso del diritto di stabilimento.

La sede CONSOB di Milano – dettaglio

Un secondo aspetto qualificante fu il Piano di azione in tema di servizi finanziari (FSAP) adottato dalla Commissione Europea nel 1999, in concomitanza con il rapporto del Comitato Lamfalussy (si veda il cap. 1, par. 1.6 *Influenza e ruolo del diritto europeo*). Esso perseguiva un disegno di armonizzazione delle disposizioni nazionali in materia di mercati finanziari, in continuità con gli indirizzi del Libro bianco della Commissione stessa del 1985[170]. Il FSAP mirava alla realizzazione di un mercato unico dei servizi finanziari, nonché al rafforzamento della tutela degli investitori e delle norme di vigilanza prudenziale. Le linee di azione proposte postulavano, inoltre, l'introduzione di un meccanismo legislativo più agile, che consentisse di affrontare le nuove sfide in materia di regolamentazione[171]. Si mirava alla rimozione della frammentazione residua del mercato dei capitali, in modo da ridurre il costo della raccolta, nonché alla possibilità

[170] Si vedano Commissione UE (1985); Commissione UE (1999) e Comitato Lamfalussy (2001), analizzati nel primo capitolo. Si veda, ampiamente in argomento, Moloney (2023).

[171] L'innovativa procedura legislativa, o metodo *Lamfalussy,* era fondata su un'articolazione multilivello. Il livello I riguardava la promulgazione di direttive quadro o regolamenti ampi ma sufficientemente precisi, emessi al termine del processo legislativo fra Commissione, Parlamento europeo e Consiglio. Gli atti di livello I avrebbero dovuto contenere solo principi di base, da dettagliarsi nell'ambito dei livelli II e III del sistema.

per utenti e fornitori di servizi finanziari di sfruttare liberamente le opportunità commerciali del mercato finanziario unico, assicurando nel contempo un livello elevato di protezione dei consumatori. Altre proposte includevano la promozione di un maggiore coordinamento tra le autorità di vigilanza e lo sviluppo di un'infrastruttura integrata a livello dell'Unione Europea per le operazioni finanziarie al dettaglio e all'ingrosso[172].

L'implementazione del Piano di azione portò alla genesi di un corpus normativo nuovo per il periodo, che trovò ispirazione nei lavori del Gruppo Winter. Il Gruppo, che era presieduto dall'olandese Jaap Winter e del quale era membro l'ex presidente di CONSOB Guido Rossi, fu istituito dalla Commissione Europea per fornire consulenza indipendente su questioni relative alle norme paneuropee per le offerte pubbliche di acquisto e per individuare le linee di sviluppo per modernizzare il diritto societario nell'Unione Europea. L'impostazione era aperta alla *soft law* e proponeva un arretramento della legislazione primaria.

La produzione normativa conseguente fu ampia e comprese principalmente il Regolamento sugli standard contabili internazionali (CE n. 1606/2002); le Direttive sul *Market Abuse* (2003/6/CE MAD); sul prospetto informativo (2003/71/CE), sulla trasparenza societaria (2004/109/CE) e sulle OPA (2004/25/CE); sui mercati di strumenti finanziari MiFID (2004/39/CE) e la Direttiva UCITS IV (2009/65/CE), che entrarono in vigore negli anni successivi, determinando riforme dovute al recepimento nella normativa nazionale.

Nell'ambito di questo *action plan* notevolissimi furono gli interventi occorsi in tema di architetture di regolazione del mercato finanziario, per rendere più efficiente ed efficace l'approccio alla regolamentazione dei mercati, garantire l'armonizzazione, nonché il migliore coordinamento delle autorità, nei termini del metodo Lamfalussy. Fu così disegnato un sistema di regolazione multilivello, nell'ambito del quale si delinearono le prime strutture della vigilanza europea, con l'istituzione dei Comitati di livello III con competenze in materia di mercati finanziari, bancari e assicurativi (CESR, CEBS e CEIOPS), funzionali anche alla cooperazione e al coordinamento fra autorità di supervisione[173]. A partire dalla sua costituzione, il CESR operò con funzioni di standard setter e quale forum per il coordinamento fra autorità di vigilanza dell'Unione.

«Il meccanismo del passaporto europeo, basato sul sistema del riconoscimento reciproco dell'autorizzazione e della vigilanza prudenziale (..), non basta di per sé a raggiungere l'obiettivo della creazione di un mercato interno completamente integrato. Occorrerebbe infatti una maggiore uniformità, non solo nella regolamentazione, ma anche nell'applicazione delle norme e nelle possibilità di sanzione»

Discorso al Mercato del Presidente Spaventa
Milano 1999

[172] Inoltre, al fine di armonizzare e rafforzare la solidità e l'uniformità del quadro giuridico applicabile al regolamento delle transazioni di mercato, fu approvata la Direttiva 98/26/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 maggio 1998 concernente il carattere di definitività delle operazioni di regolamento nei sistemi di pagamento e di regolamento titoli.

[173] Nella loro breve esistenza, i Comitati di livello III contribuirono alla convergenza, sebbene limitati nel loro agire dall'assenza di strumenti adeguati, inclusa l'assenza di personalità giuridica. Le limitazioni di questi comitati furono riconsiderate in sede di istituzione delle successive ESAs. Per una valutazione approfondita, si veda: Ferran (2012), pp. 115 ss, Moloney (2023).

La sede CONSOB di Milano – dettaglio

3. L'evoluzione dell'Autorità

3.1 Un'Autorità vicina al mercato

Nel decennio 1994 – 2004, l'attività istituzionale della Commissione riportò importanti innovazioni. Essa ebbe un ruolo di primo piano nelle riforme legislative, sia nei lavori preparatori sia con la successiva attività di regolamentazione; proseguì l'attività di coordinamento internazionale e contribuì al coordinamento europeo, anche alla luce della crescente apertura dei mercati, con la partecipazione al CESR.

Nell'aprile 1998, si celebrò per la prima volta a Milano, presso Palazzo Marino, l'Incontro annuale con il mercato finanziario, di presentazione della Relazione annuale della CONSOB, accompagnata da un "Discorso al Mercato" del suo Presidente. La prassi di un tale incontro ebbe a ripetersi nel tempo sempre a Milano, ma a Palazzo Mezzanotte sede della borsa. La scelta di Milano non fu casuale, bensì un esplicito riconoscimento all'importanza della città come polo finanziario nazionale e sede delle istituzioni del mercato: «*come ogni Autorità di governo dell'economia, la CONSOB ha, infatti, un duplice riferimento: le istituzioni dell'Esecutivo e del Legislativo e le istituzioni del mercato*»[174]. Coerentemente, l'articolazione della CONSOB si proiettò in una dimensione binaria, fra Roma e Milano. Durante il decennio, furono avviati i lavori di ristrutturazione di Palazzo Carmagnola in via Broletto n. 7 (nel centro di Milano, a meno di 500 metri da Palazzo Mezzanotte), che diverrà, poi, la sede degli uffici operativi stabiliti a Milano, fra cui l'ufficio *insider trading* e l'intera Divisione Intermediari[175].

3.2 Il TUF e la CONSOB

Le innovazioni normative del periodo ebbero un impatto significativo sul profilo istituzionale della Commissione. Nelle parole del Presidente Spaventa, con l'adozione del TUF fu legislativamente consacrato il ruolo della CONSOB di garante degli investitori, sotto una pluralità di profili, fra loro interconnessi: la regolamentazione e il controllo del mercato finan-

[174] Sono queste le parole del Presidente Padoa–Schioppa, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1997*, Roma 1998, p. 27. L'importanza assunta da Milano nel panorama della finanza nazionale era all'epoca già evidente.

[175] A Milano vennero così spostate importanti funzioni della CONSOB: il nuovo ufficio *insider trading*, l'intera Divisione Intermediari, presidi operativi della Divisione Emittenti (per i controlli sui prospetti di ammissione a quotazione e sulle operazioni straordinarie) e della Divisione Mercati (per le funzioni di controllo sull'informazione continua). Si determinò, quindi, una rilevante crescita della presenza quantitativa e qualitativa a Milano, sebbene la borsa stesse comunque vivendo una prospettiva di completa delocalizzazione degli scambi. Cfr., al riguardo, anche i dati in Appendice 2.

ziario italiano, la tutela degli investitori e la supervisione delle operazioni delle società quotate, nonché la correttezza contabile[176].

Il TUF non apportò particolari innovazioni al quadro degli assetti di vigilanza, basati sul modello del doppio binario fra Banca d'Italia e CONSOB, in un quadro complessivo non scevro, tuttavia, di aree grigie, sottratte al controllo effettivo della CONSOB[177]. Furono sin da subito oggetto di critica le scelte operate dal TUF in materia di *enforcement*, che, in un quadro di debolezza strutturale, equipaggiò l'Autorità di strumenti non sempre adeguati[178]. Un primo profilo fu identificato nella natura condivisa della potestà sanzionatoria della CONSOB: il TUF adottò una impostazione conservatrice, per la quale l'esercizio della potestà sanzionatoria da parte della Commissione restava condizionato alla partecipazione del Ministero del Tesoro, allocando fra l'una e l'altro, rispettivamente, il potere di proposta e di applicazione della sanzione[179]. Oltre a sollevare dubbi in termini di indipendenza formale, l'impostazione dualistica si dimostrò poi poco efficace, creando nella prassi varie difficoltà applicative[180]. Anche i poteri della CONSOB nell'ambito della repressione degli illeciti di mercato incontravano limitazioni, difettando, in particolare, di un effettivo sistema di cooperazione con l'Autorità Giudiziaria[181].

Notevolissimo fu, invece, l'impatto delle riforme sulle competenze istituzionali della CONSOB nella relazione fra Autorità e mercato. Il riconoscimento del carattere privatistico dell'attività di gestione e organizzazione di mercati regolamentati comportò il definitivo abbandono da parte di CONSOB delle competenze gestorie ad essa attribuite dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e ancora presenti nell'impianto della successiva legge SIM, che furono quindi unificate in capo al gestore. Nel nuovo quadro, la società di gestione assunse le competenze di organizzazione e gestione del mercato, di vigilanza sul rispetto del regolamento e sul buon funzionamento del mercato, nonché in merito all'ammissione, esclusione e sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni.

---

[176] Cfr. CONSOB (2000), p. 5.

[177] Già allora si sottolineava il difetto di trasparenza insito nella circolazione di obbligazioni bancarie e dei prodotti assicurativi, non identificati come strumenti finanziari e per intero sottratte all'ambito dei controlli CONSOB. Una interessante quantificazione delle casistiche al tempo escluse dalla vigilanza della CONSOB è presentata da Cavazzuti (2000), in appendice.

[178] Come i fatti dimostreranno, nonostante la presenza di una normativa sviluppata, l'Italia del tempo era caratterizzata da un basso livello di *enforcement* pubblico e privato, in linea con l'Europa continentale nel suo complesso.

[179] Alla stessa limitazione sottostava la Banca d'Italia, per le materie di competenza. Tuttavia, la potestà sanzionatoria della CONSOB fu, sin da subito, individuale nei confronti dei promotori finanziari, ex art. 196 TUF.

[180] La separazione funzionale determinava una allocazione non chiara delle responsabilità del processo sanzionatorio, e conseguentemente, un allungamento delle tempistiche. Si veda il resoconto della Audizione del Presidente L. Spaventa presso la I Commissione della Camera dei Deputati del 18 novembre 1999, cfr. CONSOB (2000), p. 18.

[181] Una ricostruzione dei limiti del sistema è contenuta nell'audizione citata, *ibid*.

Il Presidente della Repubblica Carlo Azeglio Ciampi con il Presidente della CONSOB Luigi Spaventa

«Con l'approvazione del Testo unico si è chiusa una stagione del diritto dei mercati mobiliari, avviata all'inizio degli anni novanta con le leggi sulle Sim, sull'insider trading e sulle Opa»

Discorso al Mercato del Presidente Spaventa
Milano 1999

D'altro canto, oltre ad avere la generale responsabilità della vigilanza sui mercati regolamentati, al fine di assicurarne la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, la CONSOB fu incaricata della vigilanza sulle società di gestione e sul regolamento dei mercati da queste gestiti, con competenze di autorizzazione iniziale all'esercizio dell'attività, nonché attraverso l'approvazione delle modifiche del regolamento del mercato[182].

I gestori ottennero competenze rispetto all'ammissione di strumenti finanziari ai mercati e alla preventiva verifica dei requisiti di quotazione: i requisiti di ammissione furono dettati e applicati da Borsa Italiana S.p.a., e l'ammissione d'ufficio, presente nell'impianto pubblicistico, fu superata. CONSOB mantenne il controllo del prospetto di offerta pubblica. Anche in Italia, l'introduzione del nuovo assetto privatistico introdusse nel dibattito del tempo il tema della contrapposizione fra il perseguimento dello scopo di lucro da parte della società–mercato, responsabile verso i propri azionisti, e l'adempimento degli obblighi normativi associati alla gestione di una borsa, derivanti dall'interesse pubblico[183]. Un esempio era, appunto, la funzione pubblicistica di regolamentazione e controllo delle società in sede di quotazione[184].

Le riforme istituzionali estesero ai mercati cd. non regolamentati la vigilanza della CONSOB, che abbracciò, quindi, anche il fenomeno emergente degli *alternative trading system*. Inoltre, all'esito del processo di privatizzazione, il mercato dei contratti uniformi a termine dei titoli di Stato (MIF) fu sottoposto alla vigilanza della CONSOB, uscendo dal perimetro di competenza del Ministero e della Banca d'Italia, che rimase invece inalterato per i mercati all'ingrosso dei titoli di Stato[185]. Un'importante prova pratica del nuovo assetto istituzionale furono gli attentati dell'11 settembre 2001, quando i mercati domestici rimasero aperti[186]. Relativamente alla vigilanza sulle infrastrutture di mercato, il TUF ripartì le competenze fra CONSOB e Banca d'Italia. La vigilanza dell'Autorità sugli intermediari si estese infine alle imprese non residenti attive nel territorio, senza tuttavia abbracciare le banche, le quali erano soggette, nella prestazione dei servizi di investimento e nella relativa vigilanza, alla Banca d'Italia, sentita la CONSOB.

Il fenomeno normativo domestico del decennio aveva dunque inciso profondamente sullo sviluppo del profilo istituzionale della Commissione. Ulteriori impulsi provennero dal processo di armonizzazione europeo e dalle iniziative intraprese per promuovere il coordinamento fra autorità a livello globale. L'attività istituziona-

---

[182] Cfr. artt. 63 e 73 TUF.
[183] Cfr. Di Noia e Filippa (2021), pp. 25 ss.; nonché Di Noia (1999).
[184] Una fattispecie dove il conflitto è evidente consiste nell'ipotesi di (auto)quotazione della società–mercato, sul mercato dalla stessa gestito, *ibid*.
[185] Cfr. art. 57, comma 6 decreto Eurosim.
[186] Ad eccezione della seduta serale del *trading after hours*, le cui negoziazioni furono sospese dall'11 al 14 settembre, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2001*, Roma 2002, p. 108.

«Il nesso causale tra sviluppo dei mercati ed evoluzione del quadro normativo non è univoco. Un legislatore lungimirante può disegnare assetti normativi che anticipano l'evoluzione dei mercati. Il mercato può sollecitare l'adozione di regole che riducano i costi delle transazioni. In Italia, le ricordate modifiche legislative, pur se hanno favorito lo sviluppo della borsa, hanno ridotto solo in parte il divario con le altre principali piazze europee»

Discorso al Mercato del Presidente Spaventa
Milano 1999

le della CONSOB si proiettò maggiormente in quelle sedi e già in queste prime fasi essa fu attore di primaria importanza nel processo che portò alla costituzione della moderna architettura di vigilanza. Essa contribuì alla costituzione del FESCO nel 1997[187]. A seguito della costituzione del CESR, la CONSOB partecipò attivamente alle attività dei vari gruppi di lavoro, apportando contributi rilevanti al processo di implementazione della produzione normativa comunitaria del periodo in materia di mercati[188]. Proseguì, inoltre, l'attività della Commissione in ambito IOSCO, dove la CONSOB ottenne ulteriori, importanti, riconoscimenti[189]. La CONSOB partecipò attivamente ai lavori di predisposizione del primo *Multilateral Memorandum of Understanding* (*MMOU*) adottato dalla IOSCO[190].

3.3 L'attività di vigilanza

Il TUF determinò una estesa attività di regolamentazione, spesso esercitata d'intesa con Banca d'Italia, che si concentrò nell'anno successivo alla sua adozione, costituendo un momento di assoluto rilievo nell'attività istituzionale dell'Autorità. L'esercizio di delegificazione del TUF fu accompagnato dalla riallocazione dello sviluppo della normativa secondaria, che ricomprese, quindi, nel suo ambito un'ampia platea di istituti e soggetti. Lo sviluppo della normativa avvenne in un contesto trasparente, in consultazione con gli operatori. Con l'occasione, i vari blocchi di disposizioni regolamentari adottate furono raggruppati in uno schema concettuale ancora attuale, con tre corpi regolamentari distinti concernenti gli intermediari, i mercati e gli emittenti[191].

Nel continuo progredire dei fenomeni di innovazione tecnologica, la CONSOB dovette confrontarsi, inoltre, con la diffusione capillare di internet e, in generale,

---

[187] Istituito su base volontaria, il *Forum of European Securities Commissions* (FESCO) fu un antesignano del *Committee of European Securities Regulators* (CESR). Alla presidenza del FESCO fu chiamato il Presidente Tommaso Padoa–Schioppa, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1997*, Roma 1998, p. 12.

[188] Le relazioni del periodo sono ricche di resoconti dettagliati degli affari di anno in anno oggetto di discussione presso gli organismi di coordinamento, nonché dei riconoscimenti ottenuti. Fra i vari, nel 2004, la CONSOB presiedette il gruppo permanente del CESR in materia di gestione collettiva del risparmio, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2004*, Roma 2005, p. 205.

[189] Nel 1997, CONSOB presiedette anche il Comitato regionale europeo della IOSCO, v. supra, n. 212.

[190] CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2002*, Roma 2003, p. 181. L'*MoU*, adottato a valle degli eventi dell'11 settembre 2001, fu volto ad introdurre un quadro normativo più stringente in materia di cooperazione, mediante scambio di informazioni. Sul punto, si veda VAN CAUWENBERGE (2012), p. 392.

[191] Trattasi, in particolare, dei seguenti regolamenti: il Regolamento n. 11522 del 1° luglio 1998 concernente la disciplina degli intermediari, il Regolamento n. 11768 del 23 dicembre 1998 in materia di mercati e il Regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999, concernente la disciplina degli emittenti.

con l'impiego delle nuove modalità di telecomunicazione. Per le organizzazioni del tempo, e anche per la Commissione, esse consentirono l'uso di nuovi e più immediati canali di comunicazione con il vasto pubblico[192]. Pur rappresentando un'opportunità, l'utilizzo di internet nei mercati risultò, tuttavia, collegato anche con attività fraudolente e abusive, alle quali la CONSOB dedicò un'ampia attività di contrasto[193].

3.4 La gestione organizzativa e l'autofinanziamento

Le Relazioni del periodo aiutano a tracciare l'evoluzione della struttura organizzativa, che passò attraverso riforme rilevanti. In termini di organico effettivo, nonostante i vari sviluppi nella normativa e nel mercato, l'organico della Commissione rimase, in numeri assoluti, apparentemente stabile. Al 31 dicembre 1994, il personale complessivamente in servizio presso la CONSOB era pari a 341 unità, di cui 230 dipendenti immessi in ruolo e 111 dipendenti con contratto di lavoro a tempo determinato. Il personale della CONSOB, al 31 dicembre 2004, era pari a 402 unità, divise fra le diverse carriere[194]. Il contesto di generale crescita non trovò, quindi, riscontro nell'organico della Commissione, che nell'arco di dieci anni vide una crescita limitata, attestandosi su valori inferiori rispetto alle dotazioni organiche stabilite dalla legge, a causa di fattori strutturali.

Da un lato, le testimonianze del periodo mostrano una tendenza all'uscita volontaria di personale, spesso altamente qualificato, verso alternative private, in un processo di migrazione dai regolatori ai soggetti regolati, sostenuto dalla maggiore competitività del settore privato. Con le parole del Presidente Spaventa: «*Alcuni dei nostri migliori funzionari vengono acquisiti sul mercato a prezzi di affezione, proprio in virtù dell'esperienza che hanno maturato presso CONSOB*»[195]. Del resto, i margini previsti dalla legge, in termini di flessibilità del sistema di incentivi salariali, erano fortemente limitati, non consentendo una adeguata incentivazione del personale, che nel caso di un'Autorità "giovane" come la CONSOB era contraddistinto da un'età media dell'organico decisamente minore rispetto ad altri contesti. Come altre Autorità indipendenti, il trattamento economico di riferimento del personale della CONSOB venne, tuttavia, stabilito *per relationem*, tenendo

---

[192] Internet rivoluzionò le dinamiche di circolazione delle informazioni. La creazione del sito istituzionale della Commissione, con la progressiva centralizzazione di informazioni, dati e documenti, determinò un calo drastico delle richieste informative gestite "manualmente", CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2003,* Roma 2004, p. 201.

[193] Le iniziative della CONSOB in tale ambito, relative al contrasto all'abusivismo, nonché all'educazione finanziaria, sono numerosissime, si vedano ad esempio in CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2000,* Roma 2001, pp. 13 s., nonché in CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2003,* Roma 2004, p. 235.

[194] Si vedano, per maggiore granularità, i dati in Appendice 2.

[195] Cfr. CONSOB (2000), p, 8.

«All'indipendenza garantita nel processo di decisione non corrisponde tuttavia, per la CONSOB, …, un pari grado di autonomia nella definizione della propria organizzazione interna, …, essendo fra l'altro i suoi regolamenti sottoposti al visto di esecutività della Presidenza del Consiglio. È, questo, un ostacolo non piccolo all'efficienza e all'agilità di un organismo che deve confrontarsi continuamente con il mercato e le cui incombenze aumentano quotidianamente»

Discorso al Mercato del Presidente Spaventa
Milano 1999

presente il contratto collettivo in vigore per la Banca d'Italia[196]. D'altro lato, in sede di assunzione, le procedure concorsuali presentavano, già allora, tempi tecnici, di indizione e svolgimento, estesi, incidendo negativamente in termini di tempestiva sostituzione del personale dimissionario.

Durante il decennio, la gestione finanziaria della Commissione passò attraverso cambiamenti radicali, con l'estensione dell'utilizzo del modello di autofinanziamento basato sul mercato, inizialmente affiancato alla contribuzione statale diretta. L'autofinanziamento fu introdotto dall'art. 40 della legge 724/1994. Tale intervento fu una risposta alle istanze lungamente segnalate dalla Commissione, che aveva evidenziato i limiti del finanziamento statale, e contribuì a consolidarne l'autonomia in termini gestionali, in linea con i modelli di altre esperienze internazionali. Questa riforma rafforzò ulteriormente il legame fra Autorità e mercato. Nel 1995 ebbe avvio il parziale finanziamento della CONSOB tramite il mercato, successivamente all'emanazione delle relative disposizioni attuative di tale principio con le delibere 9423 e 9424 del 1° settembre 1995[197]. L'impostazione del modello si dimostrò, all'atto pratico, tuttavia rivedibile, in quanto farraginosa e, pertanto, scarsamente efficiente, per tutti gli attori coinvolti. E dunque, a partire dall'esercizio 2002, per effetto della riformulazione del comma 3 dell'art. 40 della legge n. 724/1994, il regime contributivo fu ridefinito attraverso l'introduzione di un'unica tipologia di contribuzione, sempre attuale, denominata "contributo di vigilanza", diversificato per categorie di soggetti vigilati tenuti al pagamento della contribuzione, con indicazione della misura dei contributi medesimi[198]. D'altro lato, a partire dalla legge n. 724/1994, i finanziamenti statali alla CONSOB andarono a ridursi notevolmente, con conseguente incremento dei contributi da parte dei soggetti vigilati.

4. L'evoluzione del mercato

4.1 L'evoluzione del listino fra tendenze contrastanti

Nel decennio 1994 – 2004 proseguì, in continuità con il precedente, l'eccezionale parabola positiva dell'andamento del mercato, trainata dalle privatizzazioni,

---

[196] *Ibid.*

[197] Nel modello iniziale, le contribuzioni a carico degli operatori furono disegnate in termini di contropartita diretta della singola prestazione resa dalla Commissione rispetto al soggetto vigilato. Su questo assunto furono previste quattro tipologie di contribuzioni: corrispettivi istruttori, corrispettivi per la partecipazione ad esami, contributi di vigilanza, contributi sulle negoziazioni.

[198] L'art. 45, comma 28, della legge 23 dicembre 2000, n. 388 (legge finanziaria per il 2001) superò l'originario assetto, sostituendo il legame tra contribuzioni e singoli servizi resi dall'Istituto con una nuova metrica relativa al rapporto tra contribuzioni e attività complessiva di vigilanza svolta su ciascuna categoria di soggetti, si veda CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2000*, Roma 2001, pp. 146 ss.

«Affinché il regolatore possa, come deve, essere amico del mercato, occorre che il mercato, attraverso chi vi partecipa, sia amico di se stesso»

Discorso al Mercato del Presidente Spaventa
Milano 1999

La sede CONSOB di Roma

«La qualità di un mercato finanziario non dipende solo da quella delle norme che lo regolano e delle istituzioni pubbliche che lo vigilano. Dipende anche dalla qualità dei comportamenti dei soggetti che, in esso, raccolgono, gestiscono e intermediano il capitale»

Discorso al Mercato del Presidente Spaventa
Milano 2000

che rivoluzionarono il listino. Negli ultimi anni, la politica delle privatizzazioni, cominciata nel 1993, entrò nel vivo raggiungendo il culmine nel 1999, quando il valore complessivo delle privatizzazioni fu di circa 23,5 miliardi di euro, il più alto dall'inizio del processo, più di un terzo del totale delle operazioni del periodo[199]. Le privatizzazioni rivoluzionarono la composizione del listino di borsa. In primo luogo, furono ammessi sul listino colossi pubblici come ENI, INA, IMI, ENEL. In secondo luogo, si assistette alla liquidazione sul mercato, da parte dello Stato e di enti parastatali, di importanti partecipazioni in emittenti già quotati, anche bancari, attraverso le fondazioni[200]. La riduzione della quota di capitale detenuta, direttamente o indirettamente, dallo Stato fu drastica. Significativa fu, inoltre, sebbene di minor rilevanza quantitativa, l'incidenza delle nuove quotazioni di imprese di recente costituzione, attive in settori innovativi quali tecnologia e telecomunicazioni, che contribuirono a modificare il listino[201]. In questo senso, occorre ricordare che, nel 1998, Borsa Italiana avviò con l'autorizzazione della CONSOB il Nuovo Mercato, per la negoziazione di azioni ordinarie di emittenti nazionali ed esteri ad alto potenziale di sviluppo[202]. Nel 2003, Borsa Italiana promosse una rivitalizzazione del mercato ristretto, rinominato Mercato Expandi[203].

Tuttavia, lo scoppio della bolla della *new economy*, nonché i vari scandali occorsi determinarono, nel secondo periodo, una fortissima contrazione degli indicatori e uno scenario di mercato negativo. La difficoltà dei mercati finanziari determinò anche una rilevante riduzione nel numero dei prospetti (si veda Appendice 2). Nel 1994, le società quotate erano pari a 260, con una capitalizzazione del listino di 155.811 milioni di euro e un rapporto capitalizzazione di listino/PIL pari al 17,7%. Nel 2000, le società quotate erano pari a 297, con una capitalizzazione del listino di 818.384 milioni di euro e un rapporto capitalizzazione di listino/PIL pari al 68,2%, massimo storico della piazza[204]. Nel 2001, le quotazioni delle

---

[199] CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2002,* Roma 2003, p. 53.

[200] Siciliano (2001), pp. 61 ss.

[201] Per una accurata ricostruzione dello sviluppo dei mercati domestici all'alba del nuovo millennio, dalla prospettiva del gestore, si veda Borsa Italiana (2000).

[202] CONSOB autorizzò con delibera 27 gennaio 1999 n. 11808, la Borsa Italiana Spa all'esercizio del Nuovo Mercato, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1998,* Roma 1999, p. 113.

[203] Il progetto di rivitalizzazione del mercato ristretto intrapreso da Borsa Italiana ebbe come principale obiettivo quello di affiancare ai mercati regolamentati da essa gestiti un mercato adatto alle esigenze di finanziamento di strutture organizzative non complesse e poco articolate. Il progetto rispose all'esigenza, manifestata da emittenti, intermediari e investitori italiani ed esteri, di consentire la quotazione delle imprese che, pur non soddisfacendo i requisiti di ammissione agli altri mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana, detengono posizioni consolidate nei mercati di riferimento e si connotano per una sequenza di risultati economico–finanziari positivi, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2003,* Roma 2004, p. 145.

[204] Si vedano più approfonditamente i dati della capitalizzazione del mercato nell'Appendice 1, con indicazione delle fonti.

azioni italiane subirono un calo significativo, con una riduzione media di circa il 25% per gli indici principali del Mercato Telematico Azionario e circa il 45% per il Nuovo Mercato[205]. Nel 2004, le società quotate erano pari a 278, con una capitalizzazione del listino di 585.139 milioni di euro e un rapporto capitalizzazione di listino/PIL pari al 41,9%.

4.2 Mutamenti della piazza finanziaria

In un tale contesto socioeconomico, le novità introdotte dal decreto Eurosim e dal TUF determinarono importanti cambiamenti nella struttura del mercato e delle relative infrastrutture. D'altra parte, le innovazioni tecnologiche progressivamente affermatesi, determinarono una tendenza alla riduzione dei costi di transazione durante il periodo, impattando i modelli di servizio di SIM e banche. Il decreto Eurosim completò la ridefinizione della platea degli intermediari, innovando il perimetro della previgente normativa, in due distinte direzioni. Da un lato, furono rimosse le restrizioni all'esercizio di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche, che vennero equiparate alle SIM, ponendo le basi per un rapporto di concorrenza fra banche e SIM. Conseguentemente, le banche iniziarono ad affacciarsi direttamente all'intermediazione, in competizione con le SIM, e il panorama degli intermediari subì un processo di consolidamento[206]. Dall'altro lato, il decreto Eurosim determinò un'apertura del mercato italiano a intermediari esteri, in particolare a imprese di investimento e banche comunitarie, che poterono dunque accedere alle infrastrutture di negoziazione italiane anche senza stabilimento nel paese. Le strutture regolamentari e di mercato si adeguarono per garantire l'accesso anche a partecipanti non residenti nel territorio statuale[207].

4.3 La privatizzazione di Borsa Italiana e il consolidamento della filiera nazionale

Notevolissimi furono gli impatti della normativa sulle strutture di mercato e sulle relative infrastrutture, il cui sviluppo risentì della crescente pressione della concorrenza con le altre sedi europee. Le innovazioni normative intervenute in Europa, unitamente ai primi passi avanti nella rimozione delle barriere esistenti, innestarono delle dinamiche di consolidamento, anche a livello sovranazionale. A partire dal 1998, si assistette in Europa al fiorire di un flusso di progetti di con-

---

[205] CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2001*, Roma 2002, p. 9.

[206] Rispetto alle cifre del decennio precedente, si consideri che al 31 dicembre 2004, risultavano iscritte all'albo 115 SIM, di cui 8 società fiduciarie iscritte nella sezione speciale, mentre gli agenti di cambio erano 33.

[207] Il recepimento della Direttiva ISD, determinò l'apertura del mercato a soggetti non residenti, ivi incluso l'accesso indiretto alle infrastrutture di post–negoziazione, in linea con il considerando n. 15.

solidamento, di cui solo una parte trovò poi effettivamente successo[208]. Su questo sfondo si svolse l'esperienza della privatizzazione della borsa italiana.

Gli attori nel passaggio della borsa valori e del mercato ristretto alla borsa privata furono il Consiglio di borsa, la CONSOB e il Ministero del Tesoro, che diedero corso al processo nei termini tratteggiati dal decreto Eurosim, attraverso un'asta competitiva[209]. Il capitale azionario fu acquisito prevalentemente da intermediari locali, secondo gli schemi di un modello di borsa mutualistica[210]. Borsa Italiana fu, quindi, autorizzata dalla Commissione con delibera n. 11091 del 12 dicembre 1997 all'esercizio dell'attività di gestione dei mercati.

La privatizzazione investì anche il mercato secondario all'ingrosso dei titoli di Stato (MTS) e il mercato degli strumenti derivati su titoli di Stato (MIF)[211]. Con decreto del 18 aprile 1997, il Ministero del Tesoro deliberò la costituzione delle società MTS S.p.a e MIF S.p.a., di nuovo attraverso il ricorso a procedure di asta competitiva. Innovando rispetto al passato, la MIF S.p.a, fu autorizzata alla gestione del mercato regolamentato per i contratti *futures* e contratti di opzione aventi come sottostante titoli di Stato e tassi di interesse dalla CONSOB, d'intesa con la Banca d'Italia. La società venne, poi, fusa con Borsa Italiana S.p.a., che ottenne l'autorizzazione a gestire il MIF, le cui attività cessarono, tuttavia, poco dopo[212]. Nel caso della società MTS, oltre il 90% delle azioni fu acquisito da banche nazionali e MTS fu autorizzata dal Ministero del Tesoro, sentita la Banca d'Italia[213].

In un contesto di pressione competitiva derivante dai progetti di integrazione fra mercati in discussione a livello europeo, la privatizzazione fece emergere l'urgenza di una riorganizzazione della filiera dei servizi di negoziazione e post–negoziazione in Italia.[214] Così si espresse il Presidente Padoa–Schioppa: «*la privatizzazione è necessaria ma non sufficiente per la sopravvivenza del nostro mercato. La sfida è difficilissima perché il confronto competitivo è molto aspro*» [215]. Nelle dinamiche del tempo era chiaro che l'industria domestica avesse buone risorse per competere e giocare un ruolo nel processo di consolidamento europeo. A tal fine, era tuttavia urgente riorganizzare una "filiera nazionale" inclusiva di strutture di negoziazione, pre–liquidazione e gestione centralizzata. Seguì un processo di consolidamento della filiera dei servizi di post–negoziazione domestici. Nel 2001, Borsa Italiana acquisì la maggioranza del capitale azionario di Cassa di Compensazione e Garanzia e, successivamente, di Monte Titoli[216]. Da singola società di gestione del mercato, Borsa Italiana si affermò quale gruppo diversificato, attivo sull'intera catena dei servizi di negoziazione e post–negoziazione, strutturato secondo un modello a silos. Nell'ambito del processo di consolidamento domestico si inserì anche l'ipotesi di quotazione di Borsa Italiana sul mercato dalla stessa gestito[217].

---

[208] Cfr. Di Noia e Filippa (2021), p. 31.

[209] Cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1997, Roma 1998, Tav. III.3*. L'asta competitiva per la vendita delle azioni della Borsa Italiana Spa ebbe luogo nel mese di settembre dello stesso anno. L'esito dell'asta determinò l'aggiudicazione dell'intero capitale sociale a 59 aggiudicatari su un totale di 98 soggetti che avevano presentato offerte, per un ammontare complessivo di 2.999 lotti pari al 150% dell'offerta. Il prezzo medio di aggiudicazione fu pari a 26.335 lire per azione, per un incasso totale per il Ministero del Tesoro pari a circa 53 miliardi di lire. Le banche acquisirono il 63% circa dell'intero capitale sociale, mentre la percentuale di capitale detenuta sale al 78,7% qualora si considerino le Sim da queste controllate. I soggetti non residenti risultavano, invece, presenti nel capitale della Borsa Italiana con una percentuale marginale.

[210] L'art. 56, comma 5, del decreto Eurosim riservò la maggioranza del capitale della società di gestione alla categoria degli intermediari.

[211] Cfr. art. 57 decreto Eurosim.

[212] Nel corso del 2002, il Mercato dei contratti uniformi a termine dei titoli di Stato (MIF) non registrò scambi, e stante l'assenza di posizioni aperte, Borsa Italiana procedette nel mese di ottobre alla revoca dalla quotazione dei contratti future e di opzione su titoli di Stato e su tassi di interesse ivi negoziati. La chiusura definitiva del mercato fu deliberata poco dopo, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2002,* Roma 2003, p. 67.

[213] Cfr. Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti 1997*, Roma 1997, p. 265.

[214] CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1997,* Roma 1998, pp. 36 ss.

[215] *Ibid,* p. 38. Si veda sul tema anche l'intervento Presidente Spaventa presso la IV Commissione della Camera dei Deputati del 31 maggio 2000, Consob (2000), p. 25.

[216] Cfr. Borsa Italiana (2001a).

[217] Cfr. Borsa Italiana (2001b).

Le prospettive di integrazione sovranazionale del tempo si scontravano ancora con le barriere nazionali esistenti, soprattutto in termini di *post–trade*[218]. D'altra parte, nel quadro contemporaneo europeo di estremo dinamismo era già chiara l'inevitabilità del processo di consolidamento fra mercati azionari nazionali[219].

All'indomani della privatizzazione, Borsa Italiana e MTS rimasero separate, ma progressivamente unite dal punto di vista delle infrastrutture. Monte Titoli estese, infatti, a partire dal 2001, i propri servizi di gestione centralizzata anche ai titoli di Stato, sostituendo la Banca d'Italia. Poco prima, il d.lgs. 24 giugno 1998, n. 213, aveva introdotto nel TUF (art. 83–*bis*) il principio di dematerializzazione obbligatoria per i valori mobiliari regolati dalla legge italiana ammessi alla negoziazione o negoziati in una sede di negoziazione italiana o di altro Paese dell'Unione europea con il consenso dell'emittente. Cassa di Compensazione e Garanzia estese, a partire dal 2002, inizialmente su base volontaria, i propri servizi di controparte centrale ai mercati gestiti da MTS[220]. D'altra parte, nel 1999, SIA, il *provider* tecnologico di MTS, si fuse con Cedborsa cambiando nome in "Società Interbancaria per l'Automazione–Cedborsa S.p.A." e prestando servizi sia ai mercati Borsa Italiana che ai mercati MTS[221].

Un altro importante fenomeno che si registrò nel periodo, in linea con una tendenza europea, fu l'emergere della concorrenza fra mercati a livello nazionale. Le nuove tecnologie di telecomunicazione e di computing resero possibile l'accesso anche a nuovi soggetti, le cui attività furono catturate in un quadro normativo dedicato. A livello nazionale, nel corso del 1999 trovò piena applicazione la disciplina dei sistemi di scambi organizzati (SSO) emanata dalla Commissione, poi successivamente ricompresa nel perimetro del TUF. A partire dal 2000, prese avvio il sistema TLX, del gruppo UniCredit, per la negoziazione di azioni quotate su altri mercati regolamentati italiani ed esteri, *covered warrants* e obbligazioni. Originariamente registrato come SSO, pochi anni dopo venne autorizzato da CONSOB come mercato regolamentato, gestito dalla società TLX S.p.a.[222].

---

[218] Una chiara descrizione dei limiti e delle barriere esistenti in materia di integrazione transfrontaliera in Europa è contenuta nei lavori del gruppo Giovannini, in particolare Gruppo Giovannini (2001; 2003). Rispetto alle transazioni domestiche, le transazioni nell'economia europea che coinvolgono più Stati membri risultavano molto più complesse, ostacolate da numerose barriere significative e, secondo i dati raccolti dal gruppo, molto più costose delle transazioni domestiche. Le conclusioni individuavano nelle inefficienze nella compensazione e liquidazione un limite forte all'integrazione dei mercati finanziari in Europa e nella loro rimozione la condizione necessaria per lo sviluppo di infrastrutture finanziarie integrate ed efficienti in Europa.

[219] Diversi progetti interessarono anche Borsa Italiana, quali ad esempio la *eight exchanges european alliance*, capitanata da LSE e Deutsche Boerse, cfr. di Noia e Filippa (2021), p. 25.

[220] Si vedano rispettivamente il decreto 17 aprile 2000, n. 143 del Ministero dell'Economia e delle Finanze e la CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2002,* Roma 2003, p. 129.

[221] Nell'ottica del processo di privatizzazione, la Banca d'Italia perfezionò la dismissione della propria partecipazione nella SIA nei primi mesi del 2000, a quasi un anno di distanza dalla fusione con Ced–Borsa, si veda Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti 2000*, Roma 2000, 5*.

[222] Il modello di mercato si basava essenzialmente su due principi: la natura tendenzialmente mutualistica dell'iniziativa e la coincidenza tra azionisti e *market makers*, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2003,* Roma 2004, p. 147.

Lamberto Cardia e Giuseppe Vegas, Presidenti CONSOB nel decennio 2004-2014
con i Presidenti della Repubblica Carlo Azeglio Ciampi e Giorgio Napolitano

L'età della crisi e della vigilanza europea (2004-2014)

«Le iniziative di vigilanza nei confronti di intermediari, esponenti aziendali e società di revisione non hanno precedenti nella storia della CONSOB, per numero di soggetti coinvolti e per importo di sanzioni comminate»

Discorso al Mercato del Presidente Cardia
Milano 2005

1. Premessa

Nella quarta decade, al termine del mandato di Lamberto Cardia (2010), fu nominato Presidente Giuseppe Vegas (2011-2017).

Gli scandali finanziari domestici (principalmente Cirio e Parmalat), verificatisi verso la fine del precedente decennio determinarono una risposta dell'ordinamento, che intervenne con la legge n. 262 del 2005 ("Legge sul risparmio"). Essi resero evidenti le lacune dell'informazione fornita al mercato, nonché la mancata efficacia dei meccanismi di controllo, sia interni sia esterni. La riforma introdusse soluzioni dirette a migliorare il livello dell'*enforcement* pubblico e privato, che interessarono anche il profilo istituzionale delle autorità di vigilanza[223]. Con le parole del Presidente Cardia, «*a oltre due anni dallo scandalo Parmalat, l'approvazione della riforma del risparmio ha rappresentato un segnale importante, da troppo tempo atteso, della volontà di intervenire in profondità sui problemi emersi*»[224].

Pochi anni dopo, la crisi finanziaria del 2008 fu il principale motore delle riforme che contraddistinsero il periodo. Il collasso della *Lehman Brothers*, conseguente allo scoppio della bolla dei mutui *subprime* che colpì l'economia statunitense, scosse profondamente la fiducia degli investitori, scatenando forti tensioni e notevole incertezza sui mercati, quest'ultima alimentata dall'opacità informativa circa la solidità finanziaria delle maggiori banche d'affari. Il repentino aumento del rischio di controparte determinò una significativa contrazione della liquidità sul mercato, che colpì anche l'economia reale. La crisi mise in luce evidenti difetti nelle dinamiche di mercato, oltre all'inadeguatezza delle strutture di *governance* economica in Europa. La sua magnitudine sistemica rese evidente il carattere

[223] Nel caso di Parmalat, ad esempio, la falsificazione delle informazioni aziendali dissimulò la situazione reale dell'azienda per anni. Nel caso di Cirio, i problemi finanziari emersero gradualmente, ma mancò una informazione sufficiente e tempestiva sui rischi dei titoli obbligazionari ai risparmiatori, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2003*, Roma 2004, pp. 28 ss.
[224] CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2005*, Roma 2006, p. 8.

«Economia reale e mercato dei capitali rappresentano i due assi di uno stesso «binario di eccellenza»

Discorso al Mercato del Presidente Cardia
Milano 2005

globale del settore finanziario e l'inutilità di approcci frammentari attivati dalle singole giurisdizioni[225]. Le riforme successive misero in discussione l'intero insieme degli assetti normativi e delle scelte di *deregulation*, che avevano ispirato la politica dell'ultimo decennio, e furono espressione di un ampio consenso raggiunto al livello internazionale del G20. Nella produzione di nuovi standard, giocarono un ruolo di primo piano gli organismi internazionali come FSB e IOSCO[226].

2. Il quadro normativo

2.1 La Legge sul risparmio e la disciplina MiFID

In materia di governo societario, la Legge sul risparmio era ispirata in parte dal *Sarbanes–Oxley Act* statunitense, ma introdusse nell'ordinamento italiano anche alcune soluzioni asimmetriche rispetto alle tendenze internazionali della *corporate governance*, non sempre coerenti fra loro. La riforma intervenne sulle elezioni degli amministratori delle società quotate, rendendo obbligatorio il voto di lista per l'elezione di almeno un esponente individuato nella lista di minoranza. Fu, inoltre, imposta la presenza nel cda di almeno un amministratore indipendente, con requisiti in linea con quelli del collegio sindacale. In tema di revisione contabile, la legge introdusse l'obbligo di nominare un dirigente responsabile della redazione dei documenti contabili societari e introdusse, nell'ambito della disciplina dei revisori, limiti per lo svolgimento contemporaneo di altre attività per la società sottoposta a revisione[227]. Essa rafforzò, inoltre, le iniziative di *soft law* con l'introduzione della regola del *comply or explain*. Le novità introdotte comportarono dunque rilevanti modifiche e integrazioni nell'ambito del TUF.

L'implementazione del FSAP determinò il recepimento in Italia di diverse direttive. La Direttiva MAD del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato fu attuata con legge n. 62/2005. Come si dirà più avanti, il recepimento della MAD ebbe riflessi importanti sul profilo istituzionale della Commissione, che, innovando rispetto all'originario impianto del TUF, venne dotata di mezzi di controllo più incisivi. Nel 2007, venne poi recepita in Italia la Direttiva MiFID, volta ad armonizzare i profili di tutela dell'investitore e l'integrità dei comportamenti degli intermediari e i livelli di efficienza dei mercati europei, cagionando modifiche sostanziali all'interno del perimetro normativo del TUF. La MiFID, che sostituì la ISD, portò al superamento dell'obbligo di concentrazione delle nego-

---

[225] Cfr. Ferrarini (2018); si veda, in generale, Cassese (2021), pp. 397 ss..

[226] Fra i vari prodotti di questo ricco filone internazionale, nel 2012 il *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS) e la *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) hanno collaborato per sviluppare i "Principi per le Infrastrutture dei Mercati Finanziari" (PFMI), si veda CPMI–IOSCO (2012). Tali principi furono la base delle successive riforme in materia di infrastrutture dei mercati finanziari, anche in Europa.

[227] Ferrarini (2018), p. 45.

Il Presidente della Repubblica Giorgio Napolitano con il Presidente della CONSOB Lamberto Cardia

ziazioni, introducendo un nuovo assetto concorrenziale fra mercati regolamentati e nuovi mercati (*multilateral trading facility*, MTF, e internalizzatori sistematici) non operati da società di gestione. Venne introdotto il passaporto europeo anche per i mercati, unitamente alla disciplina dell'*open access* fra mercati e infrastrutture[228].

[228] In particolare, gli artt. 35 e 46 MiFID richiedevano agli Stati membri di non impedire, alle imprese d'investimento e ai gestori del mercato, di concludere accordi appropriati con una controparte centrale, stanza di compensazione e con un sistema di regolamento di un altro Stato membro al fine di disporre la compensazione ovvero il regolamento di alcune o di tutte le operazioni concluse dai partecipanti al mercato nel quadro dei loro sistemi, fatto salvo il diniego

«L'indipendenza delle Autorità costituisce il presupposto necessario per la tutela degli interessi di rilievo costituzionale ad esse affidati. È perciò da considerare l'opportunità che il loro ruolo trovi esplicito riconoscimento nella Costituzione ...»

Discorso al Mercato del Presidente Cardia
Milano 2005

2.2 La risposta alla crisi finanziaria in Europa

La crisi evidenziò l'inadeguatezza delle regole e la fragilità delle strutture di vigilanza che si erano consolidate in Europa. La risposta normativa cercò, quindi, di affrontare queste due problematiche. Nello spazio europeo, essa si delineò lungo le 31 raccomandazioni individuate dal Gruppo di Alto livello sulla Supervisione Finanziaria in Europa, istituito nel febbraio 2009 e presieduto da Jacques de Larosière, che riguardavano tanto il contenuto delle regole, quanto i relativi assetti di supervisione, da ricostruirsi in chiave maggiormente europea[229]. Da questo momento, il processo di europeizzazione della produzione del diritto e delle architetture di vigilanza divenne irreversibile.

La produzione normativa europea del periodo successivo alla crisi fu contraddistinta da un approccio settoriale e incrementale, che determinò un marcato ampliamento del perimetro delle attività regolate dal diritto europeo. In generale, le riforme europee adottate in recepimento dei lavori dei comitati sovranazionali, posero i mercati finanziari e le relative infrastrutture in una posizione di rinnovata centralità all'interno del sistema finanziario, istituzionalizzandone il ruolo e il contributo al fine di garantire l'efficienza, la trasparenza, nonché la stabilità delle negoziazioni.

Inoltre, in discontinuità con gli approcci precedenti, la normativa assunse progressiva granularità, raggiungendo livelli di dettaglio nuovi, in una generale tendenza alla *re–regulation*, particolarmente evidente nella produzione di regolamentazione tecnica di secondo livello (*Regulatory Technical Standards – RTS* e *Implementing Technical Standards – ITS*). Ancora, il panorama delle fonti formali fu affiancato da vari strumenti di *soft law*, che ridussero ulteriormente le aree

dell'Autorità di vigilanza, per giustificati motivi. Nell'esercizio dei controlli, al fine di evitare duplicazioni, l'Autorità competente era tenuta peraltro a considerare le attività di controllo o vigilanza già esercitate sul sistema di compensazione da parte del rispettivo supervisore nazionale.

[229] Di fronte alle nuove crisi dell'economia globalizzata, la relazione individuò due alternative: «*In essence, we have two alternatives: the first "chacun pour soi" beggar–thy neighbor solutions; or the second – enhanced, pragmatic, sensible European cooperation for the benefit of all to preserve an open world economy. This will bring undoubted economic gains, and this is what we favour*». La relazione propose quindi l'adozione di un nuovo programma normativo finalizzato a ridurre i rischi finanziari, migliorare la gestione degli shock economici, potenziare gli ammortizzatori sistemici, attenuare gli amplificatori prociclici, aumentare la trasparenza e fornire i giusti incentivi ai mercati finanziari. Inoltre, si suggeriva di rafforzare la vigilanza a livello macroprudenziale e microprudenziale, coordinandola in modo più efficace tra tutti i soggetti finanziari nell'Unione Europea, stabilendo standard equivalenti per preservare la concorrenza nel mercato interno. La relazione sottolineava l'importanza di sviluppare procedure efficienti per la gestione delle crisi finanziarie, al fine di rafforzare la fiducia tra le Autorità di vigilanza e garantire la tutela degli investitori, depositanti e cittadini nell'Unione Europea. Si sottolineava che la seconda opzione avrebbe comportato vantaggi economici ed era raccomandata come preferita, con l'urgenza di mettere in atto queste misure senza indugi, cfr. Gruppo de Larosière (2009).

Supplemento ordinario alla "Gazzetta Ufficiale", n. 301 del 28 dicembre 2005 - Serie generale

GAZZETTA UFFICIALE

DELLA REPUBBLICA ITALIANA

PARTE PRIMA — Roma - Mercoledì, 28 dicembre 2005

AVVISO AGLI ABBONATI

Dal 6 ottobre vengono resi noti nelle ultime pagine della Gazzetta Ufficiale i canoni di abbonamento per l'anno 2006. Contemporaneamente sono state spedite le offerte di rinnovo agli abbonati, complete di bollettini postali premarcati (di colore rosso) per la conferma dell'abbonamento stesso. Si pregano i signori abbonati di far uso di tali bollettini e di utilizzare invece quelli prestampati di colore nero solo per segnalare eventuali variazioni.

Si rammenta che la campagna di abbonamento avrà termine il 25 gennaio 2006 e che la sospensione degli invii agli abbonati, che entro tale data non avranno corrisposto i relativi canoni, avrà effetto dal 26 febbraio 2006.

Si pregano comunque gli abbonati che non intendano effettuare il rinnovo per il 2006 di darne comunicazione via fax al Settore Gestione Gazzetta Ufficiale (n. 06-8508-2520) ovvero al proprio fornitore.

N. 208/L

LEGGE 28 dicembre 2005, n. 262.

Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari.

lasciate libere dalla regolamentazione[230]. Generalmente, l'affermazione del concetto di *single rulebook*, associata al crescente utilizzo dello strumento normativo del regolamento, incise pesantemente sugli spazi di discrezionalità del legislatore nazionale in sede di recepimento.

I risultati di tale processo hanno costituito l'assetto giuridico attuale dei mercati finanziari. Nell'immediatezza, vennero adottate le riforme europee in materia di *credit rating agencies*[231], banche,[232] servizi di compensazione e garanzia, nonché derivati "*over the counter*" (OTC)[233]. Nel 2012, fu, inoltre, adottato il Regolamento (UE) n. 236/2012, in materia di *short selling*, che, al fine di uniformare gli approcci nei vari Stati membri, introdusse una disciplina uniforme riguardo agli obblighi di segnalazione e alle limitazioni alle vendite allo scoperto di strumenti finanziari e alla stipula di *credit default swap* relativi ad emittenti sovrani nell'Unione, superando le discipline dei vari ordinamenti nazionali[234]. Il fenomeno normativo europeo proseguì a velocità sostenuta per tutto il decennio, estendendosi a nuovi ambiti, ma riconsiderando anche le regole esistenti, che avevano mostrato lacune in termini di tutela degli investitori e di trasparenza delle negoziazioni. Nel 2014 fu adottata, dopo più di 3 anni di gestazione e discussione nelle competenti sedi europee, una estesa riforma della disciplina MiFID, attraverso l'adozione della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), accompagnata da un nuovo regolamento direttamente applicabile, il Regolamento (UE) n. 600/2014 (*Markets in financial instruments regulation*, MiFIR)[235].

Un ulteriore portato del processo di riforme europeo fu l'introduzione di un nuovo quadro di vigilanza dell'Unione, volto a superare la frammentarietà dell'assetto antecedente la crisi. In primo luogo, venne istituito il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (ESFS) dell'Unione, inclusivo di competenze micro e macroprudenziali.

La *governance* delle diverse ESA fu strutturata in termini uniformi, conferendo un ruolo importante alle Autorità nazionali: in particolare, le ESA venivano dotate di un *Board of Supervisors*, composto anche dai rappresentanti dei supervisori

---

230 Trattasi di linee guida, Q&As, pareri, raccomandazioni e altri strumenti che, sebbene formalmente non vincolanti, concorrono a regolare i comportamenti dei vari soggetti destinatari, incluse le stesse Autorità di vigilanza, si veda Moloney (2023).

231 Nel 2009 fu dottato il regolamento su Regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito.

232 In particolare, la Direttiva 2013/36/UE (CRD) in materia di disciplina prudenziale delle banche, nonché il connesso Regolamento (UE) n. 575/2013 (CRR) in tema di requisiti patrimoniali, nonché il Regolamento (UE) n. 1024/2013, che istituì il meccanismo di vigilanza unico bancaria (SSM).

233 Nel 2012, fu adottato il regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (EMIR) Regolamento (UE) n. 648/2012.

234 L'entrata in vigore del regolamento determinò una modifica all'art. 4–ter comma 6 del TUF, di cui si veda infra.

235 Cfr. Busch e Ferrarini (2017).

«La formazione di una diffusa cultura finanziaria deve diventare una priorità, che coinvolga le responsabilità delle Istituzioni, delle Autorità di vigilanza e degli operatori del mercato …»

Discorso al Mercato del Presidente Cardia
Milano 2007

nazionali, unici soggetti votanti, e un *Management Board*, composto da un Presidente e da sei membri eletti tra le file delle Autorità nazionali, con il voto di quest'ultime[236].

Relativamente alle dinamiche fra Autorità di vigilanza europee e nazionali, il nuovo modello, frutto di un complesso compromesso politico, propose un innovativo connubio fra istanze di centralizzazione e sussidiarietà. Le dinamiche fra ESA ed Autorità nazionali furono costruite nei termini di un innovativo modello "*Hub and Spoke*", per il quale la centralizzazione a livello europeo delle funzioni di vigilanza regolamentare, esercitate dalle ESA, trovava attuazione attraverso il controllo delle Autorità nazionali sui soggetti vigilati, esercitato in conformità dei rispettivi regimi domestici, ma in un rapporto di coordinamento con le Autorità europee. A tal fine, le ESA furono, quindi, equipaggiate, per le materie assoggettate al diritto europeo, di estesi poteri di regolamentazione, nonché di coordinamento con il livello nazionale[237].

Le ESA furono costituite nel 2010, sulla base dell'esperienza dei preesistenti comitati di vigilanza europei (CESR, CEBS, EIOPS). L'istituzione dell'ESFS ebbe, quindi, conseguenze importanti per le Autorità nazionali, che, da lì in avanti, esercitarono la loro funzione in prospettiva sempre più europea. Nell'ambito della vigilanza dei mercati e delle infrastrutture, si affermò progressivamente il ruolo di ESMA[238]. Sebbene inizialmente munita di un mandato volto principalmente alla promozione del coordinamento tramite strumenti di *soft law*, ESMA occupò una posizione centrale nella *governance* dei mercati finanziari europei, andando ad acquisire progressivamente competenze regolamentari sempre più ampie, nonché specifiche competenze di vigilanza diretta, secondo un modello di sviluppo incrementale, connesso all'approccio normativo settoriale[239].

Inoltre, in relazione alla vigilanza in materia di operatori finanziari aventi una rilevanza transfrontaliera, il diritto dell'Unione promosse ulteriormente la cooperazione e il coordinamento fra Autorità di vigilanza, tramite l'introduzione di appositi Collegi di supervisione. Il modello collegiale fu recepito nella legislazione europea, sulla base delle indicazioni contenute in diversi standard elaborati dai comitati FSB e IOSCO[240]. I Collegi furono previsti per garantire una supervisione efficace e coordinata del soggetto operante su base transnazionale, congiungen-

[236] Di Noia e Furlò (2012), p. 177.
[237] La nozione *Hub and Spoke* è utilizzata da E. Wymeersch (2012), p. 236.
[238] Per una approfondita analisi sulle ragioni che hanno determinato l'emergere di questa posizione centrale e le implicazioni del progressivo aumento di rilevanza di ESMA, Moloney (2018).
[239] Fu questa la soluzione adottata per agenzie di *rating, trade repositories* e *central counterparties* (CCPs), in quest'ultimo caso, con una competenza condivisa con le Autorità nazionali rispetto alle CCP europee e integrale relativamente alle CCP di paesi terzi.
[240] E' questo il modello previsto dal regolamento EMIR in tema di controparti centrali. Nel sistema, le principali responsabilità del collegio includono la valutazione e il monitoraggio coordinato dell'istituzione vigilata e la promozione di una cooperazione efficace tra le Autorità competenti, anche in situazioni di crisi, si veda CPMI–IOSCO (2012).

do in un forum dedicato le Autorità di vigilanza competenti per la supervisione dell'operatore e le Autorità nazionali degli Stati dell'Unione in cui esso opera, inclusi i supervisori europei. I principali settori di attività dei Collegi di vigilanza riguardano la valutazione del rischio, la pianificazione della crisi e la cooperazione nella vigilanza prudenziale.

La nascita dell'ESMA

La crisi finanziaria del 2007-2008 rese evidente le lacune del sistema di vigilanza, inducendo la Commissione Europea ad incaricare un gruppo di esperti, sotto la guida di Jacques de Larosière, di formulare proposte per un rinnovato slancio dell'Europa verso "un nuovo programma normativo", "una vigilanza più forte e coordinata" e "procedure efficienti di gestione delle crisi".

Durante la crisi era emerso chiaramente che i poteri di vigilanza non erano uniformi fra i vari Stati membri e che, per le attività condotte su base transfrontaliera, mancavano strumenti efficaci di cooperazione fra le Autorità nazionali.

Il Rapporto del gruppo di esperti, pubblicato nel 2009, suggeriva quindi la creazione di un nuovo sistema europeo di vigilanza e gestione delle crisi, all'interno del quale prevedere un ruolo rafforzato della Banca Centrale Europea (BCE) e la nascita di un nuovo organismo europeo deputato ai rischi sistemici.

Inoltre, il Rapporto considerava inadeguata la struttura giuridica dei tre comitati esistenti, *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS), *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (CEIOPS) e *Committee of European Securities Regulators* (CESR), che svolgevano compiti meramente consultivi nei confronti della Commissione europea, e proponeva di istituire tre nuove Autorità europee nonché collegi di Autorità di vigilanza per i principali soggetti transfrontalieri.

Su queste basi, è nato e diventato operativo dal 2011 il nuovo sistema europeo di vigilanza finanziaria (*European System of Financial Supervision* – ESFS). All'interno dell'ESFS tre nuove Autorità, deputate ai settori bancario, assicurativo e finanziario, sono state dotate di compiti più incisivi dei preesistenti Comitati. Tra questi: mediazione giuridicamente vincolante fra le Autorità nazionali; adozione di norme di vigilanza e decisioni tecniche vincolanti; coordinamento dei collegi di Autorità; autorizzazione e vigilanza di soggetti di portata UE (agenzie di rating e infrastrutture di post–negoziazione); garanzia di una vigilanza macroprudenziale più coordinata.

Per il settore finanziario, viene istituita la *European Securities and Markets Authority* – ESMA , alla quale partecipano le Autorità di tutti i paesi dell'Unione europea (27 dopo la Brexit), oltreché osservatori senza diritto di voto in rappresentanza dei Paesi dell'area economica europea (Islanda, Liechtenstein, Norvegia), della Commissione europea e delle altre Autorità europee di nuova istituzione (*European Banking Authority* – EBA, *European Insurance and Occupational Pensions Authority* – EIOPA e *European Systemic Risk Board* – ESRB).

La CONSOB, già membro del comitato CESR, sin dall'inizio ha partecipato e svolto un ruolo di rilievo nella *governance* e nelle attività dell'ESMA, con l'obiettivo della creazione del libro unico delle regole (*single rulebook*) e della convergenza dell'azione di vigilanza delle Autorità nazionali.

L'attività dell'ESMA è diventata più incisiva anno dopo anno, come dimostra la nuova strategia 2023-2028 che prevede lo svolgimento di "revisioni tra pari" (*peer reviews*) e azioni di vigilanza comuni (*common supervisory actions*), la discussione congiunta di casi concreti di vigilanza, l'identificazione di incongruenze di vigilanza, l'esercizio della prerogativa di mediazione (anche vincolante) in caso di interpretazione/applicazione difforme della normativa e, non ultimo, l'attivazione della procedura *ad hoc* per ipotesi di violazioni.

La CONSOB partecipa anche all'ESRB, come membro non votante.

«Il quadro regolamentare si è rivelato del tutto inadeguato alla prevenzione e alla gestione di crisi sistemiche. Si è determinata una crescita indiscriminata di una finanza sempre più distante dalle esigenze concrete di sostegno dell'economia produttiva»

Discorso al Mercato del Presidente Cardia
Milano 2010

3. L'evoluzione dell'Autorità

3.1 Il nuovo profilo istituzionale della CONSOB, a valle delle riforme del 2005

Il complesso delle riforme del 2005 ebbe profili di impatto rilevanti per l'organizzazione della Commissione, innovando fortemente le scelte originariamente operate dal legislatore del TUF. Con il recepimento della MAD, intervenuto in Italia attraverso la legge n. 62/2005, la CONSOB si vide infine attribuire il potere di sanzionare direttamente i soggetti sottoposti alla sua vigilanza, restando escluso dal processo il Ministero del Tesoro. Alla CONSOB furono attribuiti incisivi poteri di indagine e di verifica, colmando una evidente lacuna. L'esercizio delle nuove competenze sanzionatorie fu preceduto da un riassetto organizzativo, volto ad adottare dei presidi di separazione funzionale tra funzioni istruttorie e decisorie, con l'istituzione dell'Ufficio sanzioni amministrative[241]. L'istituzione di tale ufficio ha costituito un primo esempio di separazione delle funzioni di indagine dalle decisioni sanzionatorie consentendo una valutazione neutrale delle risultanze accusatorie. Le somme riscosse da CONSOB nell'esercizio della nuova potestà sanzionatoria continuarono, comunque, ad essere versate al bilancio dello Stato.

Successivamente, la Legge sul risparmio introdusse un quadro di disposizioni volte a disciplinare unitariamente l'attività delle Autorità indipendenti presenti nell'ordinamento. In particolare, furono inseriti diversi obblighi procedimentali per l'adozione di atti regolamentari e generali, ispirati ai principi della *better regulation*. Rispetto ai procedimenti individuali, la legge specificò l'applicazione dei principi di cui alla legge n. 241/1990 sul procedimento amministrativo, per quanto compatibili. Inoltre, intervenne una ridefinizione del quadro in materia di coordinamento e collaborazione fra Autorità (Banca d'Italia, CONSOB, Isvap, Covip, Autorità garante della concorrenza e del mercato), definendo principi e strumenti attraverso i quali realizzare queste due importanti finalità, nonché aprendo alla collaborazione con la Guardia di Finanza. La legge introdusse inoltre, l'istituto delle procedure di conciliazione e arbitrato, riferite ai rapporti tra intermediari e investitori, basato su un modello di adesione volontaria. Ulteriori modifiche furono introdotte ad opera del d.lgs. n. 303 del 2005 ("Decreto Pinza"), che intervenne sul tema delle responsabilità dell'Autorità, stabilendo che i componenti dei loro organi, nonché i loro dipendenti, rispondano dei danni cagionati da atti o comportamenti posti in essere con dolo o colpa grave[242]. Da ultimo, relativamente alla trasparenza, la legge del 2005 estese l'alveo della disciplina in materia

[241] Il regolamento in materia di sanzioni fu adottato con delibera CONSOB 21 giugno 2005 n. 15086, relativa alle disposizioni organizzative e procedurali concernenti l'applicazione di sanzioni amministrative e all'istituzione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative.

[242] Nella scelta, il legislatore operò un contemperamento fra il principio di indipendenza e il principio della responsabilità civile. Per una visione di ampio respiro sulle varie declinazioni del tema della responsabilità delle Autorità di vigilanza in Europa, si veda il volume curato da Busch (2022).

«In un futuro ormai prossimo le funzioni della regolamentazione tenderanno sempre più ad allocarsi nella sede europea dell'Esma…. La tutela del risparmio passa anche attraverso l'impegno a svolgere un ruolo determinante di indirizzo nelle nuove sedi decisionali»

Discorso al Mercato del Presidente Cardia
Milano 2010

di servizi di investimento anche ai prodotti bancari e assicurativi, non ricompresi nella definizione di strumento finanziario, determinando una estensione del perimetro di competenze CONSOB anche sulla sottoscrizione e il collocamento di tali prodotti[243].

3.2 La CONSOB e la partecipazione all'ESFS

Sul piano istituzionale, le riforme del 2008 ebbero un impatto significativo sul mandato della Commissione. Se, da un lato, le riforme estesero gli ambiti di competenza della CONSOB, dall'altro l'introduzione dell'ESFS determinò un mutamento, in chiave europea, delle dinamiche di vigilanza e di coordinamento fra Autorità nell'Unione. La CONSOB ebbe per tutto il periodo, attraverso la partecipazione a ESMA e IOSCO, un ruolo di primo piano nelle dinamiche della vigilanza globale ed europea.

Dopo la crisi, la CONSOB venne inserita, insieme alle altre istituzioni europee, nelle maglie dell'ESFS, nato per assicurare la cooperazione e il coordinamento con le altre Autorità di vigilanza europee e superare la frammentazione. Come le testimonianze del periodo confermano, essa, in linea con l'affermata vocazione alla cooperazione sovranazionale, apportò un contributo notevolissimo al funzionamento, prima, del CESR e, successivamente, dell'ESMA e allo svolgimento delle loro attività con l'assidua partecipazione alle riunioni dello stesso Presidente.

Nel sopra descritto assetto, la Commissione divenne membro anche dell'ESRB, ma come membro non votante. Con riguardo all'attività attinente alla disciplina dei mercati, la CONSOB partecipò attivamente alle fasi di negoziazione e ai gruppi di lavoro istituiti in seno ad ESMA, esprimendo spesso la *chairmanship* di comitati permanenti deputati a specifici sotto–settori o materie, nonché partecipando, con propri funzionari, ai lavori tecnici condotti a tutti i livelli e rappresentando le posizioni nazionali a livello sovranazionale. Senza pretesa di esaustività, nel solo 2013 la CONSOB presiedette il Comitato permanente sul post–trading (*Post Trading Standing Committee*, PTSC), i lavori della *Task force* in materia di *Central securities depositories* e il gruppo di lavoro in materia di attuazione del Regolamento (UE) 596/2014 (MAR)[244]. Nelle procedure di valutazione dell'impatto e analisi costi–benefici, CONSOB contribuì con la sua conoscenza ed esperienza ad assicurare una valutazione completa degli effetti delle proposte normative,

[243] La modifica dispose l'applicazione degli articoli 21 e 23 del TUF contenenti i criteri generali di condotta e in tema di contratti all'area costituita dalla distribuzione, da parte delle banche, in fase di emissione, di propri prodotti finanziari e della distribuzione di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, cfr. in Appendice 2.

[244] CONSOB partecipò inoltre al Comitato permanente sull'integrità del mercato (*Market Integrity Standing Committee*, MISC) e al Comitato sui mercati secondari (*Secondary Markets Standing Committee, SMSC*). CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2013,* Roma 2014, pp. 306 ss.

«In Italia la risorsa del risparmio resta, anche malgrado le recenti vicissitudini, abbondante. La borsa ha potenzialità inespresse come motore di sviluppo dell'economia»

Discorso al Mercato del Presidente Cardia
Milano 2010

identificando vantaggi e svantaggi in termini di vigilanza e quantificando le risorse necessarie per la realizzazione dei progetti. Inoltre, le competenze tecniche della CONSOB furono messe a supporto degli organi governativi, nelle fasi di partecipazione ascendente e discendente dell'Italia al processo normativo europeo[245].

In ambito sovranazionale, CONSOB partecipò attivamente agli sforzi per stabilizzare i mercati, contribuendo, all'interno dei fora internazionali, al processo di definizione del nuovo assetto regolamentare successivo alla crisi. Oltre a sedere nel comitato esecutivo IOSCO, alle cui riunioni aveva partecipato assiduamente lo stesso Presidente, la Commissione partecipò ai lavori dei vari comitati permanenti e gruppi di lavoro dell'Organizzazione, nonché alle varie *task force* istituite a partire dal 2008 per fronteggiare la crisi dei mercati finanziari e coordinare le linee di sviluppo regolamentari generali, a supporto degli obiettivi indicati dal G20. Inoltre, nel 2009 la CONSOB assunse, congiuntamente all'Autorità di vigilanza del Regno Unito, la presidenza della *Task Force on Unregulated Entities* istituita dal comitato tecnico IOSCO, che produsse un primo catalogo di principi e raccomandazioni per la vigilanza e regolamentazione del settore dei fondi speculativi[246].

La crisi fu un momento cruciale anche nella storia della IOSCO, imprimendo nuovo impulso al processo di coordinamento e alla cooperazione fra Autorità di vigilanza aderenti (vedi il Riquadro infra). CONSOB divenne altresì membro del FSB, fra i pochi *securities regulators* direttamente partecipanti, anche in considerazione dell'appartenenza dell'Italia ai paesi del G20 e G7. In queste sedi furono, poi, sviluppati gli standard internazionali che informeranno la risposta normativa alla crisi del 2007-2008.

3.3 La vigilanza sui mercati alla luce di alcuni casi celebri

Nell'ambito dell'*enforcement*, CONSOB fu dotata di nuovi e più incisivi strumenti per la repressione delle condotte abusive di mercato, che vennero subito messi alla prova nel contesto dei tentativi di scalate bancarie, divenuti celebri, BPL/Antonveneta e Unipol/Bnl, nonché nella vicenda sui derivati azionari che interessò il gruppo Fiat. I nuovi strumenti e le nuove regole in materia di coordinamento, introdotte con la riforma del 2005, consentirono alla Commissione di mettere a disposizione della magistratura informazioni rivelatesi poi fondamentali, ai fini della repressione penale di tali fenomeni. Il tempestivo coordinamento tra la CONSOB e l'Autorità inquirente consentì l'efficace repressione delle condotte illecite.

---

[245] Nelle dinamiche del processo di partecipazione dell'Italia al fenomeno normativo europeo, CONSOB fornisce ai rappresentanti governativi supporto tecnico durante la fase di definizione delle regole in sede europea. Nella fase discendente, essa contribuisce all'attuazione della normativa europea, offrendo assistenza tecnica e partecipando alla preparazione di atti normativi attuativi e adattamenti interni ai regolamenti UE. Per una analisi dei modi della partecipazione della CONSOB al processo di produzione normativa e vigilanza europea, si veda Gasparri (2017), p. 25.

[246] La task force produsse infine il rapporto OICV–IOSCO, *Final Report Hedge Funds Oversight*, 2010.

La svolta nella cooperazione internazionale – L'accordo multilaterale IOSCO

L'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) è l'organizzazione internazionale che riunisce le Autorità di controllo dei mercati finanziari e che contribuisce alla definizione degli *standard* per i mercati globali delle *securities*, con particolare riferimento a infrastrutture, investitori e intermediari. A fine 2023, la IOSCO conta 131 membri ordinari (tra cui la CONSOB), 34 membri associati e 73 membri affiliati.

La IOSCO nacque a seguito delle incertezze causate dalla fine degli accordi di Bretton Woods dei primi anni '70, da cui derivarono cambiamenti radicali nel mondo della finanza internazionale e, di conseguenza, della regolamentazione. Infatti, da quel momento cominciò una fase di *deregulation* che vide crescere l'internazionalizzazione e l'interdipendenza dei mercati finanziari, determinando, anche sulla spinta delle tecnologie, il bisogno di una collaborazione più stretta tra i vari regolatori.

Le origini della IOSCO si fondano sugli incontri dell'*International American Conference of Securities Commission* (IASC), che iniziò le sue attività nel settembre 1974, per poi allargarsi a paesi di altri continenti e assumere la denominazione attuale a partire dall'incontro di Quito del 1983. La traccia più chiara delle origini si trova nelle lingue ufficiali dell'Organizzazione (inglese, francese, portoghese e spagnolo). L'ingresso della CONSOB nella IOSCO risale al marzo 1987. Nel 1999 il Segretariato Generale IOSCO, fino ad allora a Montreal, venne spostato a Madrid.

Anche per l'evoluzione della IOSCO, come per le organizzazioni europee, è stata cruciale la crisi finanziaria del 2007-2008, che ha accelerato il processo di armonizzazione e standardizzazione a livello globale e condotto a cambiamenti epocali nella *governance* dell'Organizzazione.

In particolare, nel 2010 venne chiesto a tutti i membri ordinari e associati di aderire all'accordo multilaterale di collaborazione (*Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information* – MMoU). L'accordo IOSCO rappresenta una storia di successo, con 129 soggetti firmatari e più di 45.000 richieste di scambio di informazioni nel periodo 2003-2022. La CONSOB, che aveva già sottoscritto nel 1993 un accordo di cooperazione con la SEC USA, è stata tra i primi aderenti all'Accordo multilaterale il 15 settembre 2003.

La CONSOB ha ricoperto e ricopre tuttora la posizione di membro del Board (prima Comitato Esecutivo) e detiene la presidenza di tre comitati: *Finance and Audit Committee, Committee 2 on Regulation of Secondary Markets e Committee 8 on Retail Investors*.

CONSOB svolse un ruolo chiave nella vicenda della scalata alla Banca Antonveneta, riuscendo, all'esito della propria attività di indagine, a garantire la trasparenza e a imporre la conformità normativa dei comportamenti delle parti coinvolte nella vicenda. A valle di una complessa attività istruttoria, CONSOB dichiarò l'esistenza di un patto parasociale occulto tra BPL e altri soggetti, implicante l'acquisizione concertata di azioni. Successivamente, la Commissione sospese e dichiarò, poi, decadute sia l'offerta pubblica di acquisito obbligatoria sia la successiva offerta pubblica di acquisto e scambio promosse da BPL[247], alla luce delle gravi violazioni delle normative sulle offerte pubbliche riscontrate (vedi il Riquadro *infra*).

Nel tentativo di scalata di Unipol su BNL le indagini della CONSOB, condotte anche in collaborazione con Autorità estere, portarono a qualificare come patto parasociale occulto gli accordi sottoscritti fra la Unipol e Deutsche Bank[248]. Nella vicenda, la CONSOB ebbe occasione di esprimersi sulla rilevanza della cessione di attività detenute dalla società bersaglio in corso di OPA, ai sensi della *passivity rule* di cui all'art. 104 del TUF[249]. All'esito di una istruttoria prolungata, svolta in coordinamento con l'Autorità

[247] Cfr. CONSOB *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2005*, Roma 2006, pp. 200 ss.

[248] La Commissione ritenne, inoltre, applicabile l'articolo 42, comma 2, del Regolamento Emittenti (cosiddetta *best price rule*) agli acquisti di titoli Bnl effettuati da Deutsche Bank successivamente alla promozione dell'OPA obbligatoria da parte di Unipol, CONSOB, *ibid*.

[249] In risposta a un'interrogazione posta dalla stessa Bnl riguardante la cessione in corso di alcune attività detenute tramite la controllata argentina Bnl Inversiones Argentinas Sa, la CONSOB si espresse sulla possibile rilevanza dell'operazione ai sensi dell'art. 104 del TUF, il quale imponeva alla società bersaglio di astenersi da atti o operazioni che potessero contrastare gli obiettivi dell'offerta. Secondo quanto dichiarato dalla Bnl, la delibera concernente la cessione

Il Discorso al Mercato del Presidente della CONSOB alla presenza del Presidente della Repubblica Carlo Azeglio Ciampi

Giudiziaria e la Guardia di Finanza, la Commissione fu in grado di accertare la violazione degli obblighi di informativa in materia di patti parasociali e comminare le relative sanzioni[250].

Il caso Antoveneta – un rastrellamento occulto

La vicenda riguarda la contesa per il controllo della Banca Antonveneta fra la banca olandese ABN Amro Bank (ABN), già azionista di maggioranza con una partecipazione del 12,67% e legata con un patto parasociale ad altri azionisti, e la Banca Popolare di Lodi (BPL).

In particolare, il 30 marzo 2005 ABN annunciò il lancio di un'OPA sulla totalità del capitale di Antonveneta cui seguì, circa un mese più tardi, il lancio di una concorrente offerta pubblica di scambio (OPS) da parte di BPL per un corrispettivo superiore (26 euro per azione contro i 25 di ABN). BPL riuscì a partecipare all'importante assemblea di Antonveneta del 30 aprile 2005 con una quota del 29,93%.

La CONSOB, anche grazie a un'ispezione presso BPL e a documentazione della Procura (che realizzò il primo scambio informativo in applicazione dell'art. 187 *decies*, comma 3, TUF), dimostrò che il progetto "occulto" di BPL era iniziato diversi mesi prima dell'annuncio dell'OPS. La quota di quasi il 30% venne infatti raggiunta, tra l'altro, grazie a finanziamenti concessi ad un membro del patto parasociale di Antonveneta, con facoltà di rimborso attraverso azioni Antonveneta, e a decine di clienti propri. Per questi ultimi, i cospicui finanziamenti, concessi a tassi e sistemi di garanzia molto favorevoli, vennero infatti destinati all'acquisto di azioni Antonveneta poi rivendute a BPL. La banca di Lodi risultò aver acquistato azioni anche sul mercato grazie a "ordini combinati" (*matched orders*) e operazioni sul mercato dei blocchi.

Secondo la CONSOB, quindi, i comunicati diffusi al mercato nei mesi di marzo e aprile 2005 da BPL, che negavano l'esistenza di accordi o patti per acquisizioni di azioni Antonveneta, contenevano informazioni false perché nascondevano la "scalata" in corso. Venne quindi segnalata alla Procura di Milano l'ipotesi di manipolazione del mercato da parte di BPL (allora aggiotaggio, sanzionato dall'art. 2637 c.c.) nonché l'ostacolo alle funzioni delle autorità di vigilanza.

La complessa vicenda giudiziaria, conclusasi con la condanna di gran parte dei numerosi imputati, ha visto la CONSOB costituita quale parte civile. La sentenza n. 12989/13 della Corte di Cassazione è diventata un importante precedente, per le molteplici questioni, anche processuali, vagliate dai Giudici di legittimità in tema di abusi di mercato e di ostacolo alla vigilanza, a partire da quella della competenza territoriale, confermata in capo al Tribunale di Milano in ordine al reato di manipolazione del mercato.

Nella vicenda che coinvolse il gruppo Fiat, la CONSOB accese un faro sugli effetti dell'operazione di *equity swap* stipulata con Merrill Lynch International e sulla relativa attività di comunicazione finanziaria svolta da Ifil e dalla capogruppo Giovanni Agnelli & C, ai fini dell'accertamento della sussistenza di obblighi di OPA, nonché delle ipotesi di violazione della normativa sugli abusi di mercato e sugli obblighi di comunicazione[251]. Il contesto era quello del cosiddetto "prestito convertendo" erogato alla Fiat nel 2002 da un gruppo di primarie banche nazionali e internazionali, che prevedeva, in caso di mancato rimborso alla scadenza (2005), la conversione del debito in azioni del gruppo automobilistico. La conversione (poi avvenuta) avrebbe comportato un aumento di capitale con diluizione della quota della capogruppo ben al di sotto della soglia del 30%. Con il contratto di *equity swap*, non comunicato al mercato, la Merrill Lynch si impegnava ad acquistare sul mercato una quota di azioni Fiat sufficiente a non far scendere la partecipazione riconducibile alla famiglia

delle partecipazioni argentine non costituiva un atto rilevante ai sensi dell'articolo 104 del TUF. La banca argomentò che l'operazione di cessione rientrava in un programma più ampio di dismissione di attività non strategiche deliberato e avviato precedentemente al lancio dell'OPA da parte di Unipol, *ibid*.

[250] CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2006,* Roma 2007, p. 13.

[251] Circa il primo aspetto, la Commissione accertò l'insussistenza di obblighi di OPA da parte di Ifil, anche per gli acquisti precedenti, effettuati in esecuzione del contratto di equity swap in assenza di concerto. L'attività della CONSOB consentì comunque di accertare la violazione di obblighi informativi e ipotesi di reato per abusi di mercato, ai quali seguirono diverse sanzioni, *ibid*.

Agnelli al di sotto del 30%, cioè della soglia oltre la quale successivi acquisti avrebbero comportato l'obbligo di OPA. Nel settembre 2005, infatti, fu sia deliberato l'aumento di capitale al servizio della conversione del debito, sia ripristinata la quota azionaria, superiore al 30%, riconducibile alle società del gruppo Agnelli. All'esito dell'istruttoria, fu accertato che i comunicati diffusi dalla capogruppo e altri esponenti contenevano quindi una rappresentazione falsa della situazione all'epoca esistente, idonea a fornire al pubblico degli investitori indicazioni fuorvianti sulla dinamica reale degli assetti proprietari del gruppo. La vicenda si concluse con l'adozione da parte della CONSOB della prima delibera sanzionatoria in applicazione delle norme introdotte nel 2005 (confermata dalla Cassazione nel 2009, pur con lieve riduzione dell'importo dele sanzioni). Tale vicenda fu celebre anche in relazione agli sviluppi giurisprudenziali che ne seguirono, culminati con la sentenza della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo del 4 marzo 2014 (caso "Grande Stevens"), in tema di *ne bis in idem* (con riferimento al "doppio binario" amministrativo e penale) e diritto all'equo processo[252].

Successivamente, durante la crisi, la CONSOB intensificò la propria attività di vigilanza sul mercato per mitigare i rischi sistemici e tutelare gli investitori dall'elevata volatilità, partecipando attivamente agli sforzi internazionali per stabilizzare le borse e adottò misure per rafforzare la resilienza del sistema. Nel contesto dei momenti di maggiore volatilità e turbolenza, al fine di ridurre la pressione ribassista sui prezzi delle azioni e stabilizzare il mercato, l'Istituto fece ricorso a divieti temporanei di vendite allo scoperto relativi ad azioni italiane selezionate, considerate un possibile fattore di amplificazione delle pressioni negative sui mercati. Questo intervento pubblicistico si inserì negli sforzi più ampi sia a livello nazionale che europeo per affrontare la crisi finanziaria e mantenere la fiducia degli investitori[253].

Inoltre, in questo quadro la CONSOB realizzò importanti risultati nell'ambito del miglioramento dell'efficienza e della qualità dell'informazione del mercato. A seguito di un diffuso e crescente riconoscimento dell'importanza delle transazioni con parti correlate nelle dinamiche di protezione degli investitori e nel corretto funzionamento del mercato, si era delineata la necessità di introdurre un nuovo quadro normativo dedicato per le società attive nel mercato del capitale di rischio. Tale consapevolezza derivava anche dagli scandali societari verificatisi negli ultimi anni a livello globale, in cui le transazioni con parti correlate giocarono un ruolo significativo, se non determinante, sia nella realizzazione di pratiche di esproprio degli azionisti di minoranza, sia nell'occultamento della reale situazione economico–finanziaria delle società. In tal senso, al fine di innalzare ulteriormente il livello di trasparenza delle società quotate, nel 2011 CONSOB adottò il Regolamento n. 17221/2010 in materia di operazioni con parti correlate[254].

3.4 La gestione amministrativa in una congiuntura complessa

La gestione finanziaria dell'Autorità si mosse nel contesto di una congiuntura economica che vide, specialmente in Italia, la capacità di spesa pubblica drasticamente ridotta, con il subentro di tematiche di *spending review*. La diminuzione del contributo statale ebbe conseguenze importanti[255], determinando uno sforzo nel contenimento delle spese da parte della Commissione, volto a scongiurare, nei limiti consentiti, l'aumento degli oneri a carico dei soggetti privati. In questo senso, furono adottati diversi strumenti di riduzione dei costi ed efficientamento operativo. Nel 2012 fu istituito in seno alla CONSOB il Collegio dei revisori dei conti, con competenze volte al controllo della regolarità

---

[252] La Corte esaminò, in particolare, la conformità della regolamentazione sanzionatoria CONSOB alle norme dell'equo processo di cui all'art. 6 della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo (CEDU). Pur rilevando alcuni profili di censura, non accertò una violazione della Convenzione, essendo i provvedimenti sanzionatori soggetti a revisione giurisdizionale. La Corte EDU ritenne invece applicabile il *ne bis in idem* alle sanzioni amministrative, stante la natura sostanzialmente penale di tali provvedimenti. Si veda, anche in relazione alle implicazioni organizzative, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2014,* Roma 2015, pp. 37 ss.

[253] I primi divieti in tema di vendite allo scoperto furono adottati da CONSOB nella parte finale del 2008, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2008,* Roma 2009, p. 221. Successivamente, ulteriori provvedimenti furono adottati nel 2011, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2011,* Roma 2012, pp. 14 ss. L'entrata in vigore del Regolamento (UE) 236/2012 nel novembre dell'anno successivo introdusse un quadro normativo uniforme in Europa. Il 12 aprile 2013 fu adottato il protocollo d'intesa MEF Banca d'Italia e CONSOB per regolare le modalità di cooperazione e di reciproco scambio di informazioni tra Autorità nazionali ai fini dell'applicazione del Regolamento.

[254] Nei primi due anni di applicazione del Regolamento, furono pubblicati circa 160 documenti informativi relativi ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2012,* Roma 2013, p. 221. Per una ricostruzione dell'implementazione a livello nazionale del Regolamento, con attenzione ai relativi margini di flessibilità attuativi, si veda Bianchi, Ciavarella, et al. (2014).

[255] Si veda per raffronto, le evidenze in tema di gestione finanziaria relative all'anno 2005, in CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2005,* Roma 2006, p. 283; nonché le successive relative alla fine del decennio, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2014,* Roma 2015, p. 213.

amministrativo–contabile della gestione finanziaria della Commissione[256]. Nello stesso anno, fu istituita una apposita commissione di studio per la revisione organica del Regolamento per l'amministrazione e la contabilità della CONSOB, che venne formalmente adottato l'anno successivo[257]. L'azione di contenimento dei costi portò risultati importanti, riconosciuti anche dai giudizi positivi della Corte dei Conti, come evidenziato dal Presidente Vegas: «*nonostante l'intensificazione dell'attività di vigilanza, CONSOB* […] *e riuscita a condurre in parallelo un'azione di attenta revisione e razionalizzazione della spesa, che ha portato a una sensibile riduzione dei contributi richiesti ai soggetti vigilati. Negli ultimi due anni i costi di gestione si sono ridotti del 12 per cento e gli oneri contributivi a carico del mercato del 16 per cento*»[258].

La disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto – le OPA Concorrenti e il caso RCS

Fra tutte le offerte pubbliche di acquisto esaminate dalla CONSOB hanno assunto particolare rilievo le offerte concorrenti, che, oltre ad essere caratterizzate dalla competizione tra gli offerenti – che ha portato talora a un incremento dei relativi corrispettivi a beneficio del mercato – hanno costituito anche l'occasione per testare nel concreto la normativa in materia.

In particolare, il periodo è stato caratterizzato dalla ricorrenza di plurime offerte concorrenti su quote di fondi immobiliari e su azioni di società quotate, aventi come obiettivo l'acquisizione del controllo delle società target.

Fra tutte, si segnala la contesa finalizzata all'acquisizione del controllo di RCS MediaGroup S.p.A. (RCS), le cui azioni sono state oggetto di:

i) un'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria promossa da Cairo Communication S.p.A. (Cairo), con corrispettivo iniziale costituito da azioni Cairo di nuova emissione;

ii) un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria concorrente promossa da alcuni azionisti di RCS tramite una società di nuova costituzione, International Media Holding S.p.A. (IMH), con corrispettivo esclusivamente in denaro.

Le principali questioni interpretative hanno riguardato, tra l'altro:

1. la legittimità di effettuare l'ultimo rilancio – cosiddetto "rilancio al buio" – prevedendo una parte di incremento in contanti rispetto al corrispettivo iniziale in azioni nonché di effettuare acquisti in denaro "fuori offerta";
2. la nozione di "prevalenza" di un'offerta rispetto all'altra e la correlata possibilità, a chiusura del periodo di adesione, di "migrare" da un'offerta a un'altra.

Tali questioni sono state oggetto di numerosi esposti alla CONSOB per asserita violazione delle disposizioni in materia di OPA con riferimento, in particolare, all'offerta promossa da Cairo, invocandone la sospensione cautelare; richiesta respinta dalla CONSOB per insussistenza dei relativi presupposti.

Il Giudice amministrativo – chiamato a pronunciarsi sul comunicato con il quale la CONSOB aveva dichiarato di non ritenere presenti allo stato (pur riservandosi, al contempo, ogni ulteriore accertamento sul punto) i presupposti per la sospensione cautelare, ex art. 102, comma 6, lett. a), TUF, dell'offerta pubblica di acquisto e scambio lanciata da Cairo – ha dapprima, in sede cautelare, negato il rilascio della misura interinale richiesta da IMH e dai suoi soci e, successivamente, all'esito della fase di merito, ha definitivamente respinto i ricorsi, confermando la correttezza della decisione assunta dall'Autorità, sia sotto il profilo procedimentale, sia avuto riguardo alla ritenuta insussistenza delle violazioni prefigurate dagli esponenti.

La contesa in esame si è poi conclusa con l'acquisizione del controllo di RCS da parte di Cairo e la dichiarazione di inefficacia dell'offerta promossa da IMH, trattandosi di offerta condizionata al raggiungimento di un numero di adesioni tali da consentire a IMH di esprimere un numero di voti sufficiente a determinare l'esito delle delibere dell'assemblea ordinaria di RCS, condizione non verificatasi e non rinunciata dall'offerente. La tematica delle offerte concorrenti fu poi oggetto di plurime revisioni a livello regolamentare, volte a superare alcune criticità emerse nell'ambito della vicenda RCS e altre ancora, anche in relazione alla fattispecie degli acquisti sul mercato nell'ambito di un'offerta di scambio.

---

[256] La *governance* risultava composta da tre membri nominati, sentite le associazioni di categoria maggiormente rappresentative dei soggetti contribuenti, tra soggetti di comprovata ed elevata esperienza amministrativo–contabile, acquisita nello svolgimento di attività di controllo nei confronti di amministrazioni pubbliche ovvero, nella qualità di iscritti all'Albo dei revisori dei conti e nei confronti di organismi finanziari, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2011*, Roma 2012, p. 60.
[257] Il nuovo Regolamento per l'amministrazione e la contabilità fu approvato con delibera 24 aprile 2013, n. 18540.
[258] cfr. CONSOB, *Incontro annuale con il mercato finanziario 2013*, Milano 2013, p. 7 s.

«Nel nostro Paese il mercato azionario ha da sempre rivestito un ruolo modesto, che nell'ultimo decennio ha conosciuto un'ulteriore contrazione, solo in parte spiegata da andamenti congiunturali sfavorevoli. … Potenziare il ruolo del mercato azionario è dunque una priorità»

Discorso al Mercato del Presidente Vegas
Milano 2011

Da un punto di vista operativo, le innovazioni digitali aprirono nuove prospettive di efficientamento nell'ambito dei processi interni della Commissione. In questo senso, anche in ottica di riduzione dei costi, vennero intraprese, durante il decennio, importanti iniziative volte alla dematerializzazione dei flussi documentali e digitalizzazione degli atti cartacei, nonché all'innovazione e semplificazione dei processi e delle attività amministrative, inclusa la razionalizzazione dei sistemi per l'acquisizione dei flussi informativi dai soggetti vigilati. Nel 2011, la struttura organizzativa della Commissione venne riformata, al fine di recepire le innovazioni introdotte dalla normativa, con un aumento dell'organico e l'introduzione della figura del Segretario Generale, con funzione di supporto nei confronti del vertice istituzionale[259]. Inoltre, nel 2007, intervenne la costituzione dell'Organismo per la tenuta dell'albo dei promotori finanziari[260]. In attuazione del d.lgs. 8 ottobre 2007, n. 179, nel 2009, venne istituita presso la CONSOB la Camera di conciliazione e arbitrato[261].

Le relazioni del periodo aiutano a tracciare l'evoluzione della struttura organizzativa, che passò attraverso riforme rilevanti. In termini di organico effettivo, si vide un incremento che, tuttavia, appare, considerate le innovazioni intervenute sul profilo istituzionale dell'Autorità, comunque limitato. Al 31 dicembre 2004, il personale complessivamente in servizio presso la CONSOB era pari a 402 unità. Il personale della CONSOB al 31 dicembre 2014 era pari a 607 unità[262].

4. L'evoluzione del mercato

4.1 Borsa e listino, trend negativi

La crisi finanziaria in Europa ebbe origine dai disastri finanziari globali del 2007-2008, che proseguirono con una crisi del debito sovrano che, inizialmente concentrata su paesi periferici dell'area euro, si estese anche all'Italia. A parte il triennio 2004-2007, il quadro complessivo del periodo è, quindi, fortemente negativo, con una perdita di peso del listino in termini di capitalizzazione totale del Paese significativa, che ritornò su livelli anteriori al 1998. Anche i livelli complessivi di ricchezza finanziaria di famiglie e imprese non finanziarie subirono un contraccolpo (cfr. Appendice 1). Terminata la stagione delle privatizzazioni, co-

[259] Il nuovo Regolamento di organizzazione e funzionamento della Commissione venne adottato con la delibera 1° marzo 2011 n. 17682, resa esecutiva con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 9 marzo 2011.
[260] L'organismo avviò la sua operatività il 1° gennaio 2009 in attuazione della delibera 18 dicembre 2008 n. 16737 della CONSOB.
[261] CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2009*, Roma 2010, p. 339. La camera di conciliazione venne poi sostituita nel decennio successivo, dall'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF).
[262] Si vedano, per maggiore granularità, i dati in Appendice 2.

Il Discorso al Mercato del Presidente della CONSOB alla presenza del Presidente della Repubblica Giorgio Napolitano

«La CONSOB
non può sostituirsi al coraggio
degli investitori
e degli imprenditori ...»

Discorso al Mercato del Presidente Vegas
Milano 2011

minciò, inoltre, a delinearsi una minore crescita del listino principale, nonostante l'aumento del numero assoluto delle società quotate, in parte decisiva trainato da società di piccole e medie dimensione quotate su sedi dedicate[263].

Nel 2005, le società quotate presso Borsa Italiana erano pari a 282, con una capitalizzazione del listino di 688.021 milioni di euro e un rapporto capitalizzazione di listino/PIL pari al 46%. La perdita di capitalizzazione fra il 2007 (751.630 milioni di euro, 46,6%) e il 2008 (383.296 milioni di euro, pari a 23,4%) fu drammatica. Nel 2014, le società quotate erano pari a 306, con una capitalizzazione del listino di 482.438 milioni di euro e un rapporto capitalizzazione di listino/PIL pari al 29,6%[264].

4.2 La direttiva MiFID e la fusione Borsa Italiana–LSEG

Il recepimento della MiFID in Italia influenzò profondamente i modelli di *business* delle banche e delle SIM italiane[265]. Alla luce delle nuove regole in materia di trasparenza, separazione delle attività di intermediazione e consulenza, e gestione dei conflitti di interesse, la nuova normativa spinse inevitabilmente molte istituzioni a rivedere e adattare i modelli operativi in conformità dei nuovi requisiti, con un impatto significativo sulla struttura dei servizi finanziari offerti e sulla gestione delle relazioni con i clienti.

Nella decade precedente si era assistito, in piena continuità con le tendenze europee del periodo, al progressivo consolidamento della filiera dei servizi di negoziazione e post–negoziazione nazionale, con l'acquisizione da parte di Borsa Italiana di Cassa Compensazione e Garanzia e Monte Titoli. Tale tendenza proseguì con l'acquisizione nel 2006, all'esito di una positiva valutazione antitrust, da parte di Borsa Italiana, in *joint venture* con il gruppo Euronext, di una partecipazione di controllo in MTS, i cui mercati erano tuttavia già legati a doppio filo con Borsa Italiana[266]. MTS, esportando il proprio modello di mercato oltre i confini nazionali grazie al lancio di EuroMTS, era, nel frattempo, divenuto il mercato europeo di riferimento per i titoli a tasso fisso nell'area euro. La natura europea del mercato trovò riflesso nei relativi assetti di post–negoziazione, che furono sviluppati anche in chiave transfrontaliera, secondo modelli innovativi. Nel 2004 venne autorizzato da Banca d'Italia e CONSOB il link di interoperabilità fra Cassa Compensazione & Garanzia spa e Clearnet (poi LCH.Clearnet)[267]. La quota di Euronext fu, poi, rilevata integralmente da Borsa Italiana l'anno successivo[268].

---

[263] Si veda riguardo al tema, che sarà elaborato nel successivo capitolo, Picco, Ponziani et al. (2019).
[264] Si vedano i dati della capitalizzazione del mercato in Appendice 1, con indicazione delle fonti.
[265] Si veda, per maggiore granularità circa l'evoluzione degli intermediari vigilati nel decennio, i dati in Appendice 2.
[266] L'acquisizione fu sottoposta a vaglio positivo dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, si veda la delibera AGCM del 14 dicembre 2005, n. 14972 (C7390).
[267] Si veda il comunicato di Cassa Compensazione & Garanzia del 17 agosto 2004, *CC&G launches new central counterparty service for Italian Government Bonds traded on the MTS*, 2004 (disponibile presso: http://www.borsaitaliana.it).
[268] Cfr. Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti 2007*, Roma 2007, p. 231.

«Solo un mercato che veda al suo interno un maggior equilibrio fra banca e finanza può assolvere appieno il ruolo di motore di sviluppo di un sistema economico avanzato»

Discorso al Mercato del Presidente Vegas
Milano 2015

In seguito, nel giugno del 2007, fu stipulato l'accordo di fusione tra il *London Stock Exchange* (LSE) e la Borsa Italiana, che risultò nella costituzione di un attore europeo, attivo nella gestione di mercati e infrastrutture di negoziazione, con una posizione di primo piano in termini di liquidità e di capitalizzazione delle società quotate del tempo, nonché con una struttura di *post trading* moderna e integrata[269]. La fusione fra le due borse si perfezionò nell'ottobre 2007. Il progetto vide la costituzione di una holding (*Lse Group Plc*), partecipata dai precedenti azionisti di Borsa Italiana e dai vari azionisti LSE, quotata sul mercato londinese e proprietaria delle due società di gestione del mercato[270]. Al fine di facilitare la fusione, con l'autorizzazione della CONSOB, furono approvate modifiche allo statuto di Borsa Italiana atte a rimuovere le limitazioni di matrice mutualistica e operative ancora presenti[271]. Alla fusione fece seguito, il 14 dicembre 2007, la stipula da parte della CONSOB e della *Financial Services Authority* (FSA) del Regno Unito di un memorandum d'intesa per la cooperazione in materia di vigilanza, volto a favorire una progressiva convergenza degli standard regolamentari e delle prassi di *enforcement*[272].

Da un punto di vista istituzionale, le due borse rimasero legalmente distinte e soggette ai rispettivi assetti regolamentari. Uno dei primi effetti dell'integrazione fu, in particolare, rivolto all'unificazione dei sistemi di negoziazione del gruppo, attraverso l'adozione della piattaforma di trading di LSE da parte di Borsa Italiana[273]. Negli anni successivi, tutte le piattaforme di negoziazione in uso per i mercati *cash* e derivati di Borsa Italiana vennero sostituite con piattaforme in uso presso i mercati del gruppo LSE.

---

[269] Le parole del Presidente del *board* di LSE Chris Gibson–Smith: «*Our merger with Borsa Italiana, completed on 1 October 2007, brought together two highly efficient and complementary businesses […] in particular through the ownership of Europe's most efficient providers of clearing and settlement services – Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G) and Monte Titoli*», LSE (2008), p. 15.

[270] L'azionariato era quindi composto dalle banche italiane precedentemente azioniste di Borsa Italiana per il 28%, dalla Borsa di Dubai per il 20,2%, dalla Qatar Investment Authority per il 14,4%, dalla Kinetic Horizon per l'8,9%, da Credit Suisse per il 5%, da Abn Ambro per il 4,4% e dal Nasdaq per il 2,5%; la restante parte del capitale era diffusa sul mercato, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2007,* Roma 2008, p. 50.

[271] In particolare, furono apportate modifiche alle previsioni in tema di trasferimento delle azioni, rappresentanza in assemblea, nomina dei dirigenti, incompatibilità, durata del comitato di consultazione e nomina della società di revisione, *ibid,* p. 211.

[272] CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2007,* Roma 2008, p. 32. Poco dopo, la Cassa di Compensazione e Garanzia venne autorizzata dalla Financial Services Authority (FSA) del Regno Unito a prestare servizi di controparte centrale nei mercati inglesi come *recognized overseas clearing house*, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2009,* Roma 2010, p. 256.

[273] La piattaforma *TradElect* venne introdotta sui mercati italiani nel 2008, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2008,* Roma 2009, p. 109. Nel 2012, fu poi sostituita dalla piattaforma *Millenium*, cfr. LSE (2012), p. 15. Inoltre, il mercato IDEM e relativi segmenti, furono migrati sulla piattaforma di negoziazione al nuovo sistema operativo *Sola Trading System*, già adottato da altri mercati del gruppo LSE, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2010,* Roma 2011, pp. 115 s..

La CONSOB fu partecipe di questi sviluppi, approvando le necessarie modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, e vigilando sul processo di integrazione. Peraltro, i nuovi assetti proprietari generarono una nuova riflessione circa la migliore allocazione della funzione di ammissione a quotazione sul mercato ufficiale, tra sfera privata e pubblica. Nel contesto di cambiamento organizzativo della piazza finanziaria italiana, si valutò l'opportunità di un recupero della funzione pubblica del *listing*, separandola in un rapporto complementare dall'ammissione alle negoziazioni, di competenza della società di gestione dei mercati[274]. Con le parole del Presidente Cardia, «*è compito e dovere della CONSOB accertare che i cambiamenti non abbiano ricadute negative sulla qualità e sulla competitività del nostro mercato. […] In questo scenario, si potrebbe anche riconsiderare la ripartizione delle competenze tra Autorità di vigilanza e società di gestione, che vede oggi la CONSOB intervenire nell'approvazione del prospetto, ma non, come avviene, ad esempio, nel Regno Unito, nella decisione di ammissione a quotazione*»[275].

Nel nuovo assetto proprietario, si assistette al lancio di nuove iniziative sui mercati di Borsa Italiana, che rappresentarono anche una riorganizzazione dell'offerta della società, focalizzata sulle imprese di dimensioni minori, che risentì anche del mutamento, con l'introduzione della normativa MiFID, del quadro regolamentare. In particolare, nel 2007, avviò le negoziazioni un nuovo sistema di scambi organizzati gestito da Borsa Italiana Spa (Mercato Alternativo dei Capitali), riservato a investitori professionali, con requisiti di accesso semplificati per l'ammissione alla negoziazione di strumenti azionari di piccole e medie imprese[276]. Nel 2009, sulla scia del successo *dell'Alternative Investement Market* (AIM) londinese, fu costituito come mercato regolamentato AIM Italia[277]. Nel 2012, venne, poi, accorpato, con l'obiettivo di razionalizzare l'offerta di quotazione dedicata alle PMI, insieme al MAC nel nuovo mercato AIM Italia – Mercato alternativo del capitale, autorizzato da CONSOB come MTF[278].

[274] Nel Regno Unito, la funzione di ammissione alla quotazione (*listing authority*) era svolta dalla *Financial Conduct Authority*, nella qualità di *Listing Authority*.
[275] CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2007,* Roma 2008, p. 8.
[276] *Ibid*, p. 212.
[277] Contestualmente, il mercato Expandi fu accorpato al listino principale, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2009,* Roma 2010, p. 169
[278] CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2012,* Roma 2013, p. 190.

London
Stock Exchange Group

Giuseppe Vegas, Mario Nava e Paolo Savona, Presidenti CONSOB nel decennio 2014-2024

L'età del fintech, della sostenibilità e dell'integrazione finanziaria europea (2014-2024)

«L'azione svolta negli ultimi anni da CONSOB ha accompagnato il nostro sistema finanziario nella transizione da un modello "relazionale" verso un modello di mercato, contraddistinto da una maggiore apertura degli assetti di controllo, da una più ampia presenza di investitori esteri e da una più attiva partecipazione degli investitori istituzionali alla vita societaria»

Discorso al Mercato del Presidente Vegas
Milano 2016

1. Premessa

Nell'ultimo decennio oggetto di studio, la Presidenza della CONSOB è passata nel 2018 da Giuseppe Vegas a Mario Nava, che è rimasto in carica per un semestre. Nel marzo del 2019, è stato nominato Presidente Paolo Savona.

Il fulcro della produzione normativa del decennio è rimasto principalmente a livello europeo, sviluppandosi lungo il filo conduttore del completamento della *Capital Markets Union* (CMU), varata dalla Commissione Europea nel 2015, con l'obiettivo della effettiva realizzazione della libera circolazione dei capitali in Europa e il superamento della dipendenza dell'economia europea dal finanziamento bancario[279]. Nel suo *Green Paper*, la Commissione UE definì 30 azioni (da realizzarsi entro il 2019) inquadrate in sei direttrici fra loro complementari: il finanziamento dell'innovazione, delle start–up e delle società non quotate; la riduzione delle barriere per la raccolta di capitali sui mercati pubblici; lo sviluppo di strutture per gli investimenti a lungo termine, di carattere infrastrutturale e sostenibile; la promozione degli investimenti *retail* e istituzionali; lo sfruttamento della capacità bancaria per sostenere l'economia in generale; nonché l'agevolazione degli investimenti transfrontalieri. La CMU rappresenta un quadro unitario di politiche legislative, sviluppato e arricchito nel corso degli anni con l'obiettivo di stimolare la crescita economica dell'Unione, canalizzando efficientemente il risparmio verso le imprese, in un ecosistema finanziario solido e integrato. Essa è nata poco dopo la costituzione dell'Unione Bancaria Europea, dalla quale si differenzia, tra l'altro, per via dell'iniziale minore coincidenza con l'area euro e la moneta unica e per l'assenza di un *Single Supervisor,* ossia un'Autorità centrale di supervisione.

[279] «*The free flow of capital was one of the fundamental principles on which the EU was built. Despite the progress that has been made over the past 50 years, Europe's capital markets are still relatively underdeveloped and fragmented*»: Commissione UE (2015), p. 3.

«La sfida che oggi in tutto il mondo i regolatori dei mercati finanziari hanno davanti a sé si chiama FinTech, ovvero digitalizzazione e disintermediazione dell'industria finanziaria»

Discorso al Mercato del Presidente Vegas
Milano 2017

La CMU costituisce uno dei principali strumenti di politica economica europea ed è espressione di considerazioni talvolta contingenti e fortemente dipendenti dai cambiamenti istituzionali e del mercato dell'Unione. Nel suo sviluppo possono identificarsi fasi distinte[280]. In una prima fase, essa riguardava principalmente il superamento della frammentazione dei mercati nazionali e delle limitazioni alle attività transfrontaliere, oltre che la tutela degli investitori, mentre temi quali l'armonizzazione dei diritti sostanziali nazionali e il rafforzamento della vigilanza europea sui mercati trovavano minore trazione. Le iniziative promosse riguardavano diversi settori, alcuni attratti *ex novo* nel perimetro del diritto dell'Unione. Gli interventi più significativi sono stati nell'ambito dei servizi di investimento, delle infrastrutture del mercato e dei fondi di investimento. Al fine di garantire l'equa competizione fra operatori economici e superare il *gold plating*, è stato preferito l'utilizzo dello strumento del regolamento, accompagnato da un marcato ampliamento della regolamentazione secondaria di competenza della Commissione UE.

Dopo l'uscita del Regno Unito dalla UE, intervenuta il 31 gennaio 2020, la CMU è stata rivista nella prospettiva di un Mercato Unico a 27 Stati, improntato a dinamiche di eurocentrismo, quale si nota nel settore del *clearing* dei derivati OTC[281]. Nel nuovo assetto finanziario policentrico dell'Unione, si è affermato prepotentemente il tema dello sviluppo della competitività del sistema finanziario europeo rispetto ad altri centri internazionali (in particolare, il Regno Unito). Le iniziative della CMU riguardano oggi anche canali di finanziamento privati alternativi ai mercati tradizionali, come, ad esempio, il *crowdfunding*. Inoltre, tra le linee di sviluppo risulta incluso il rafforzamento degli assetti di supervisione europea, ritenuto necessario ai fini dell'effettiva e uniforme applicazione del diritto dell'Unione[282]. L'opportunità di un rafforzamento delle ESAs è emersa per garantire l'ulteriore coordinamento delle pratiche di vigilanza e prevenire fenomeni di *race to the bottom* nel loro ambito [283]. In questa fase, lo sviluppo di ESMA è proseguito e prosegue su un binario ulteriore e distinto, caratterizzato dall'acquisizione di ulteriori competenze di vigilanza dirette e un ruolo rafforzato nell'ambito delle interazioni con paesi non UE, specialmente nella vigilanza sulle controparti centrali di paesi terzi[284].

Mancati i tempi originalmente stabiliti per il completamento, la Commissione UE ha rilanciato la CMU nel contesto della pandemia del 2020, integrandola sinergica-

[280] Per una analisi delle ragioni politiche contingenti che hanno ispirato la CMU e lo stretto rapporto con la Brexit: Ringe (2019); si veda, per una analisi cronologica, Gortsos (2022).
[281] Commissione UE (2017a).
[282] Commissione UE (2017b).
[283] Nel 2019, Consiglio e Parlamento europeo trovarono l'accordo per la riforma delle ESAs, con il Regolamento (UE) 2019/2175, che introdusse innovazioni circa la *governance*, gli strumenti e le dinamiche di finanziamento delle ESAs.
[284] Nell'ambito del *clearing*, tale sviluppo fu determinato dall'adozione del Regolamento (UE) 2019/2099, di modifica del regolamento EMIR. Si veda anche, Moloney (2018).

mente nel più ampio piano di ripresa post–pandemica[285]. La CMU ha inevitabilmente beneficiato dell'accordo, inaspettato, per una politica fiscale espansiva europea in risposta alla crisi, con l'adozione del Piano *NextgenerationEU*, basato sulla emissione di titoli di debito comune[286]. Le iniziative legislative relative a questa fase sono diverse e il relativo sviluppo è ancora in divenire. Gli obiettivi perseguiti dal legislatore orbitano principalmente intorno alla facilitazione dell'accesso al finanziamento di mercato e alternativo, da parte delle PMI e dei risparmiatori privati, anche in termini di semplificazione e razionalizzazione degli oneri informativi esistenti. Recentemente, la Commissione UE ha presentato un piano per la promozione della partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio (*Retail investment strategy*)[287]. Circa quest'ultimo aspetto, interessanti sviluppi sono attesi dalla recentissima proposta della Commissione UE, volta a innovare le regole di tutela degli investitori.

«In Italia … rimane marginale il peso della capitalizzazione delle piccole e medie imprese (PMI) quotate rispetto a quella complessiva di mercato. Questa è una delle sfide che l'Europa intera ha raccolto con il progetto della Capital Markets Union»

Discorso al Mercato del Presidente Nava
Milano 2018

2. Il quadro normativo

2.1 La CMU del Fintech e della sostenibilità

La CMU ha gradualmente incorporato, tra le sue direzioni di sviluppo, le politiche della UE riguardanti la trasformazione digitale e la transizione verde. Quest'ultima è stata sviluppata in modo prioritario, posizionando l'ordinamento europeo in una posizione d'avanguardia a livello globale. L'Unione ha adottato un piano d'azione sulla finanza, con l'obiettivo di guidare la componente privata verso le esigenze specifiche di una economia ecosostenibile e inclusiva, a beneficio della società europea e del pianeta, nel solco dell'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e dell'Agenda ONU 2030 per lo sviluppo ambientale[288]. Nello

[285] «*La Commissione ha adottato il primo piano di azione per l'Unione dei mercati dei capitali nel 2015. Da allora l'Unione ha compiuto progressi significativi nel metterne in atto gli elementi costitutivi. Tuttavia l'approfondimento dell'Unione dei mercati dei capitali è un lavoro complesso che non può essere portato a termine tramite un'unica misura. Di conseguenza l'unico percorso da seguire per compiere progressi consiste nel procedere costantemente in tutti i settori nei quali continuano a persistere ostacoli alla libera circolazione di capitali. Le attività ancora da compiere sono moltissime ed è giunto il momento di innalzare il livello di ambizione*»: cfr. Commissione UE (2020a), p. 1.

[286] Nel 2020, la Commissione europea ha proposto il *Capital Markets Recovery Package*, con una serie di modifiche mirate alla legislazione settoriale (fra cui MiFID II, Regolamento Prospetto, Regolamento (UE) 2017/2402 in materia di cartolarizzazioni e Regolamento (UE) n. 575/2013 relativo ai requisiti patrimoniali degli enti creditizi), volte a promuovere la ripresa post–pandemica.

[287] Il pacchetto legislativo, pubblicato il 23 maggio 2023 include una proposta di direttiva omnibus di modifica delle norme in materia di tutela degli investitori al dettaglio, nonché di modifica del Regolamento (UE) n. 1286/2014 (PRIIPs).

[288] Si veda in particolare l'originario Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, adottato nel marzo 2018. Cfr. Commissione UE (2018).

Piazza Affari, Milano

specifico, il Piano d'azione mira a riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili, al fine di accompagnare la transizione verde delle imprese, gestire i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici e promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine delle attività imprenditoriali. In attuazione di questo programma, l'Unione ha introdotto un nuovo quadro di obblighi di trasparenza non finanziaria per gli intermediari riguardo ai fattori ESG, unitamente ad una tassonomia legislativa e ulteriori misure per incoraggiare la finanza sostenibile[289]. Altre importanti novità sono attese su questo fronte per gli anni a venire.

La CMU accoglie nel suo perimetro anche le politiche di trasformazione digitale dell'economia finanziaria[290]. L'approccio legislativo europeo all'innovazione oscilla tra due prospettive tra loro complementari: da un lato, la promozione dell'ordinato sviluppo dell'innovazione digitale nel settore finanziario; dall'altro, la promozione della "resilienza digitale" ai fini della mitigazione dei rischi associati a questa transizione, garantendo la stabilità finanziaria, preservando l'integrità del mercato e tutelando i consumatori. Si pongono in particolare rilievo gli interventi normativi nel settore delle cripto–attività. Il Regolamento (UE) 2023/1114 (*Markets in Crypto Assets*, MICA), mutuando l'approccio già acquisito nei tradizionali settori del diritto finanziario dell'Unione, assoggetta una porzione dell'innovativo mercato a un quadro di disciplina unitario applicabile ai nuovi emittenti e ai relativi prestatori di servizi, senza, tuttavia, confrontarsi con gli aspetti sostanziali del fenomeno[291]. L'EBA ha ottenuto competenze di vigilanza diretta su alcuni soggetti significativi. Nella stessa direzione si colloca il regime "sartoriale" introdotto per le infrastrutture che adottano la "*Distributed Ledger Technology*", attraverso il Regolamento (UE) 2022/858 (DLT Pilot)[292]. Tale Regolamento segue un approccio di tipo "*sandbox*", cioè fornisce una cornice regolamentare dedicata alla sperimentazione delle nuove tecnologie DLT, che consenta un approccio flessibile all'applicazione dei tradizionali requisiti previsti dal quadro normativo delle attività di negoziazione e post–negoziazione[293]. Inoltre, il legislatore europeo ha approvato nel 2020 il Regolamento (UE) 2020/1503, che ha introdotto un quadro di disciplina unitario

---

[289] Si veda, Commissione UE (2021). In attuazione del piano, il legislatore europeo ha adottato il Regolamento (UE) 2019/2088, relativo a nuovi obblighi di trasparenza informativa in materia di sostenibilità per alcune tipologie di intermediari finanziari. Nel 2019, è intervenuta l'adozione del Regolamento (UE) 2019/2089, che disciplina la materia degli indici ESG (Regolamento Benchmark). Nel corso del 2022, è stata infine adottata la Direttiva (UE) 2022/2464 concernente il reporting di sostenibilità aziendale, in connessione con gli obblighi di divulgazione stabiliti dal Regolamento (UE) 2020/852, noto come Regolamento Tassonomia.

[290] Commissione UE (2020b).

[291] Si veda, Annunziata (2023), pp. 511 ss.; Zetzsche, Annunziata, et al. (2020)

[292] Il Regolamento DLT Pilot istituisce tre nuove infrastrutture di mercato specializzate per facilitare le operazioni di negoziazione e regolamento mediante DLT: i Sistemi Multilaterali di Negoziazione DLT; i Sistemi di Regolamento Titoli DLT (e i Sistemi di Negoziazione e Regolamento DLT. Si veda Annunziata, Chisari et al (2023).

[293] In merito all'approccio "*sandbox*", si veda Buckley et al. (2023), pp. 164 ss..

in materia di *crowdfunding*[294]. Per quanto riguarda i rischi della transizione digitale, il medesimo legislatore ha adottato un quadro dettagliato in materia di resilienza operativa digitale per il settore finanziario UE, caratterizzato da un approccio orizzontale per diverse tipologie di entità, con l'adozione del *Digital Operational Resilience Act (DORA)*, ossia il Regolamento (UE) 2022/2554, che entrerà in vigore a partire dal gennaio 2025.

2.2 Alla ricerca della competitività: il ddl Capitali

A livello nazionale, sono seguite le linee di politica legislativa tracciate in sede europea, che vengono recepite nell'ordinamento nazionale. I temi centrali dello sviluppo della CMU si ritrovano nelle iniziative domestiche, soprattutto recenti, che perseguono l'obiettivo di adeguare l'ordinamento ai cambiamenti in atto. Ad esempio, al fine di permettere le sperimentazioni consentite dal *Pilot regime* europeo, si è disciplinata la *tokenizzazione* degli strumenti finanziari, vale a dire l'emissione e circolazione degli strumenti finanziari digitali[295]. È altresì stato approvato nel febbraio 2024 il "ddl Capitali", divenuto la legge n. 21 del 5 marzo 2024, iniziativa di ampio respiro con la quale il legislatore domestico intende fare propri gli obiettivi di semplificazione e razionalizzazione perseguiti dall'Unione in tema di sviluppo e competitività dei mercati domestici, e agevolazione dell'accesso delle imprese ai mercati regolamentati[296].

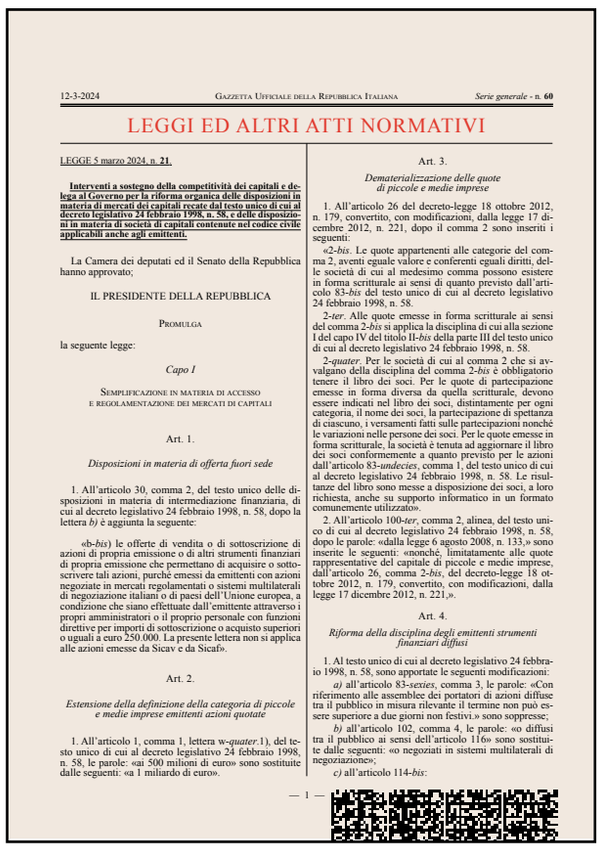
Esso rappresenta l'esito di un processo di analisi frutto di una *governance* condivisa e di sistema, caratterizzata da un metodo di lavoro corale[297], e consiste in un tentativo di riforma complessivo dell'ordinamento, con misure che insistono

[294] Il *crowdfunding* rappresenta una forma di finanza alternativa per le start–up e le piccole e medie imprese (PMI). Tale modalità è utilizzata per investimenti modesti, attraverso piattaforme digitali, che consentono a individui e imprese di relazionarsi direttamente con una vasta rete di sostenitori.

[295] Si veda il decreto–legge 17 marzo 2023, n. 25, convertito in legge 10 maggio 2023, n. 52 che introduce la forma digitale, ossia consente che taluni strumenti finanziari esistano esclusivamente come scritturazioni in un registro digitale.

[296] Il provvedimento in esame (originariamente, disegno di legge A.S. n. 674) nasce dall'analisi del Libro Verde del MEF "*La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*", a sua volta connesso allo studio del mercato dei capitali domestico promosso dall'OECD – cfr. OECD (2020), finanziato e originato da un'iniziativa della DG REFORM della Commissione europea.

[297] Nella memoria tecnica depositata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, il ddl venne definito «*un intervento che agisce sull'ordinamento giuridico ed amministrativo nel suo complesso, con misure che operano e insistono su piani diversi, dall'insieme delle regole nelle sue varie articolazioni (norme primarie secondarie autoregolamentazione) a quello applicativo delle prassi amministrative e di giustizia*», cfr. gli Atti parlamentari, *Memoria del Ministero dell'Economia e delle Finanze in merito al ddl A.S. 674 "Interventi a sostegno della competizione dei capitali"*, intervento in Commissione Finanze e Tesoro del Senato, seduta n. 51 del 21 giugno 2023, p. 9.



12-3-2024 GAZZETTA UFFICIALE DELLA REPUBBLICA ITALIANA *Serie generale* - n. **60**

LEGGI ED ALTRI ATTI NORMATIVI

LEGGE 5 marzo 2024, n. **21.**

Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti.

La Camera dei deputati ed il Senato della Repubblica hanno approvato;

IL PRESIDENTE DELLA REPUBBLICA

PROMULGA

la seguente legge:

Capo I

SEMPLIFICAZIONE IN MATERIA DI ACCESSO E REGOLAMENTAZIONE DEI MERCATI DI CAPITALI

Art. 1.

Disposizioni in materia di offerta fuori sede

1. All'articolo 30, comma 2, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo la lettera *b)* è aggiunta la seguente:

«*b-bis*) le offerte di vendita o di sottoscrizione di azioni di propria emissione o di altri strumenti finanziari di propria emissione che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché emessi da emittenti con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di paesi dell'Unione europea, a condizione che siano effettuate dall'emittente attraverso i propri amministratori o il proprio personale con funzioni direttive per importi di sottoscrizione o acquisto superiori o uguali a euro 250.000. La presente lettera non si applica alle azioni emesse da Sicav e da Sicaf».

Art. 2.

Estensione della definizione della categoria di piccole e medie imprese emittenti azioni quotate

1. All'articolo 1, comma 1, lettera w-*quater*.1), del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, le parole: «ai 500 milioni di euro» sono sostituite dalle seguenti: «a 1 miliardo di euro».

Art. 3.

Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese

1. All'articolo 26 del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, dopo il comma 2 sono inseriti i seguenti:

«2-*bis*. Le quote appartenenti alle categorie del comma 2, aventi eguale valore e conferenti eguali diritti, delle società di cui al medesimo comma possono esistere in forma scritturale ai sensi di quanto previsto dall'articolo 83-*bis* del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

2-*ter*. Alle quote emesse in forma scritturale ai sensi del comma 2-*bis* si applica la disciplina di cui alla sezione I del capo IV del titolo II-*bis* della parte III del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

2-*quater*. Per le società di cui al comma 2 che si avvalgano della disciplina del comma 2-*bis* è obbligatorio tenere il libro dei soci. Per le quote di partecipazione emesse in forma diversa da quella scritturale, devono essere indicati nel libro dei soci, distintamente per ogni categoria, il nome dei soci, la partecipazione di spettanza di ciascuno, i versamenti fatti sulle partecipazioni nonché le variazioni nelle persone dei soci. Per le quote emesse in forma scritturale, la società è tenuta ad aggiornare il libro dei soci conformemente a quanto previsto per le azioni dall'articolo 83-*undecies*, comma 1, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Le risultanze del libro sono messe a disposizione dei soci, a loro richiesta, anche su supporto informatico in un formato comunemente utilizzato».

2. All'articolo 100-*ter*, comma 2, alinea, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo le parole: «dalla legge 6 agosto 2008, n. 133,» sono inserite le seguenti: «nonché, limitatamente alle quote rappresentative del capitale di piccole e medie imprese, dall'articolo 26, comma 2-*bis*, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221,».

Art. 4.

Riforma della disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi

1. Al testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, sono apportate le seguenti modificazioni:

a) all'articolo 83-*sexies*, comma 3, le parole: «Con riferimento alle assemblee dei portatori di azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante il termine non può essere superiore a due giorni non festivi.» sono soppresse;

b) all'articolo 102, comma 4, le parole: «o diffusi tra il pubblico ai sensi dell'articolo 116» sono sostituite dalle seguenti: «o negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione»;

c) all'articolo 114-*bis*:

— 1 —

su tre direttrici: semplificazione delle regole in materia di mercati di capitali e relativi oneri; stimolo della partecipazione ai mercati degli investitori, professionali e al dettaglio, promuovendo, a tal fine, l'educazione finanziaria; disciplina delle autorità nazionali di vigilanza, ritornando su alcuni temi già trattati dalle riforme esaminate nel decennio precedente, in particolare in tema di responsabilità civile e pubblicità corretta.

Le soluzioni introdotte dal legislatore nazionale si collocano nel solco della promozione della competitività, trovando, in alcuni casi, ispirazione anche da logiche di concorrenza regolamentare in ambito europeo[298]. In altri casi, le modifiche intendono superare i casi di cd. *gold plating*, nell'ottica di ridurre i costi e le barriere competitive per le imprese e allineare l'Italia agli standard europei[299]. Le prospettive di sviluppo della disciplina proposta appaiono estese, vista l'ampia delega ivi contenuta, concernente una riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali contenute nel TUF e di società di capitali contenute nel codice civile[300]. Nel percorso di attuazione di questa riforma, alla CONSOB spetta ancora una volta un ruolo fondamentale, relativo alla definizione e attuazione delle deleghe regolamentari di sua competenza, nel perseguimento dei criteri sottesi alla riforma.

Le linee guida del ddl Capitali sono state presentate ad un Convegno dell'Università Bocconi nell'aprile 2023 alla presenza e con la partecipazione attiva degli ultimi quattro Presidenti CONSOB, Cardia, Vegas, Nava e Savona.

3. L'evoluzione dell'Autorità

3.1 Nuove opportunità, crisi e sviluppi istituzionali

Questo decennio ha impresso ulteriore dinamismo all'evoluzione del profilo istituzionale dell'Autorità. Le linee di sviluppo della CONSOB sono state dettate dagli eventi, positivi e negativi, che hanno contraddistinto il periodo e anche

298 Si veda, ad esempio, l'art. 13 della legge in discorso, che promuove ulteriormente lo strumento del voto plurimo. A livello europeo, l'introduzione del voto plurimo è presente, limitatamente alle PMI, nell'ambito del *Listing Act* della Commissione Europea, ossia la *Proposta di direttiva relativa all'armonizzazione delle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI* (COM/2022/761 final). Il legislatore domestico è intervenuto, peraltro, anche in tema di voto maggiorato (cfr. art. 14).

299 È questo il caso della disciplina degli emittenti diffusi, non più coerente con il sistema definitorio europeo, cfr. *ibid*, art. 4.

300 Cfr. art. 19, *ibid*. I vari principi e criteri direttivi tracciati dal legislatore al fine dell'esercizio della delega, codificati nel comma secondo, sottolineano il carattere complessivo e organico dell'iniziativa legislativa.

La BRRD e il *bail–in*

La realizzazione della *Banking Union*, fondata su tre pilastri (supervisione bancaria, risoluzione delle crisi e garanzia dei depositi), costituisce la risposta a livello unionale alle debolezze del sistema finanziario europeo messe in luce dalla crisi del 2007-2008.

I disomogenei salvataggi pubblici all'epoca intervenuti nei diversi Stati UE avevano avuto l'effetto di riversare le perdite delle banche nelle casse statali, estendendo la crisi dal settore privato al debito sovrano, e di produrre distorsioni concorrenziali nel Mercato Unico.

In questa cornice si inquadra la Direttiva 2014/59/UE (BRRD), che prevede procedure uniformi e flessibili per gestire la crisi degli intermediari di rilevanza sistemica, internalizzando i costi delle crisi bancarie.

Gli strumenti approntati dalla nuova disciplina possono distinguersi, sulla scorta della loro finalità, in strumenti di prevenzione della crisi, di intervento precoce e di risoluzione; tra questi è previsto il *bail–in*, che consiste nella svalutazione o conversione del capitale e delle passività dell'ente secondo un meccanismo di assorbimento delle perdite predeterminato dalla disciplina, strutturato a "cascata", dalle azioni ai depositi non protetti.

La prima parziale applicazione della nuova normativa in Italia si è avuta in relazione alla risoluzione di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Ferrara e CariChieti, avvenuta pochi giorni dopo l'entrata in vigore dei due decreti di recepimento della BRRD (d.lgs. n. 180 e n. 181 del 16 novembre 2015). Le perdite sono state sopportate da azionisti e obbligazionisti subordinati, che avevano investito in tali banche spesso in epoca molto antecedente a quella di entrata in vigore della BRRD.

Sin da tale esperienza è apparso evidente il significativo impatto sugli investitori *retail* della nuova normativa, che, nel segnare il passaggio dalla comune prassi del salvataggio pubblico della banca in difficoltà (*bail–out*) al principio, scritto nelle norme, della condivisione degli oneri da parte degli azionisti e dei titolari di passività della banca (*bail–in*), trovava applicazione in via retroattiva anche per i titoli già in circolazione, sollevando evidenti criticità.

In tale contesto, anche al fine di evitare crisi di fiducia nel sistema finanziario, a livello nazionale sono stati istituiti appositi fondi di ristoro per attenuare le perdite subite dai piccoli risparmiatori.

La CONSOB, attraverso le cure dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF), ha garantito un mezzo di tutela stragiudiziale degli investitori per i quali fosse stata accertata una condotta scorretta da parte degli intermediari coinvolti nelle crisi, relativamente alla negoziazione degli strumenti finanziari dagli stessi emessi. L'Arbitro, in un contesto di giurisprudenza di merito spesso ondivaga, ha ritenuto ammissibili i ricorsi nei confronti delle cosiddette "*Good Bank*", costituite a seguito della risoluzione delle quattro banche.

La scelta dell'ACF di non scoraggiare la proposizione dei ricorsi in tale materia è stata avallata dal legislatore, il quale, con il decreto–legge 25 luglio 2018, n. 91, convertito con modificazioni dalla legge 21 settembre 2018, n. 108, ha previsto un parziale ristoro del 30% con un limite di euro 100.000 per gli investitori che avessero ottenuto una decisione favorevole entro il 30 novembre 2018.

Anche a livello europeo sono state intraprese iniziative per contenere i riflessi della nuova disciplina sugli investitori *retail*. In particolare, la Direttiva (UE) 2019/879 (c.d. BRRD 2), ha introdotto, tra l'altro, presidi rafforzati di *investor protection*, quali stringenti limiti di concentrazione o di taglio minimo, per la distribuzione agli investitori non professionali di titoli soggetti a *bail–in*.

dall'inevitabile sviluppo della normativa, che ne ha nuovamente allargato le competenze, introducendo nuovi strumenti per l'espletamento del suo mandato.

Come nel precedente decennio, la CONSOB ha svolto il proprio ruolo nell'ambito delle opportunità e delle crisi che hanno segnato il periodo. Tra le opportunità si notano quelle conseguenti alla creazione dell'ESMA e al rafforzamento della IOSCO. Tra le crisi, certamente la più potenzialmente dirompente è stata la Brexit. Come ricordava il Presidente Nava all'indomani del referendum, "*in un'ottica comune europea bisognerà, infine, gestire Brexit e il post–Brexit. Sarà necessario gestire la fase transitoria, inevitabilmente complessa e ricca di incognite, e i possibili rischi di arbitraggio regolamentare e di vigilanza derivanti sia dalla presenza degli intermediari in Europa e in Gran Bretagna sia dalle modalità di ricollocamento in altri paesi europei di operatori e attività attualmente stabiliti nel Regno Unito* […] *In chiave post–Brexit dovremo poi trovare le modalità per interagire con le Autorità britanniche*"[301]. Nel contesto della Brexit e dei successivi negoziati, CONSOB ha lavorato per una gestione ordinata delle dinamiche di accesso fra il mercato finanziario italiano e quello del Regno Unito, con particolare attenzione alle condizioni per la continuità dei servizi da parte di soggetti italiani nel Regno Unito e viceversa, anche nel caso di mancato raggiungimento di un accordo tra Stati (c.d. *No Deal*)[302]. La Commissione ha emesso comunicazioni con istruzioni per le imprese di investimento britanniche che operano in Italia durante il periodo transitorio, evidenziando i requisiti informativi e avviando iniziative per monitorare la presenza delle stesse in Italia[303].

«Gli investitori, in particolare istituzionali, sono sempre più sensibili alle tematiche non finanziarie e in particolare alle tematiche ESG (enviromental, social and governance), in linea con la visione di un'impresa portatrice di interessi variegati, che vanno oltre quelli dei soci …»

Discorso al Mercato del Presidente Nava
Milano 2018

[301] Dal discorso del Presidente in occasione dell'incontro annuale con il mercato del 2018, cfr. CONSOB, *Incontro annuale con il mercato finanziario 2018*, Milano, 2018, p. 20.

[302] La legge 20 maggio 2019, n. 41, di conversione del d.l. 25 marzo 2019, n. 22, recante misure urgenti in caso di recesso del Regno Unito dall'Unione Europea, ha istituito norme transitorie per affrontare la Brexit senza accordo, focalizzandosi sui servizi finanziari e gli investimenti tra operatori italiani e britannici, disciplinando le condizioni per la prosecuzione della prestazione di servizi e attività di investimento da parte sia dei soggetti italiani operanti nel Regno Unito sia dei soggetti britannici insediati in Italia, anche nell'ottica di garantire continuità per quanto attiene alla gestione dei contratti derivati OTC. Ad esempio, nel 2019 CONSOB ha riconosciuto il mercato extra–UE 'ICE Futures Europe – IFEU' e autorizzato l'estensione dell'operatività nel Regno Unito per vari mercati italiani, inclusi 'EuroTLX'. In collaborazione con la Banca d'Italia, sono state modificate le norme sul post–trading per garantire la certezza giuridica nelle operazioni di regolamento con paesi terzi, seguendo la *Settlement Finality Directive*. Successivamente all'accordo di recesso raggiunto fra UK ed UE, nel 2020 la CONSOB ha proseguito le attività per assicurare la continuità operativa delle sedi di negoziazione italiane e di quelle britanniche, nonché degli intermediari UK prestatori di servizi di investimento in Italia. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2020*, Roma, 2021, pp. 20 s.

[303] *Ibid*, p. 100. In questo senso, gli effetti della Brexit appaiono evidenti nei numeri relativi alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche, autorizzate ad operare in Italia in libera prestazione di servizi, ovvero mediante stabilimento di succursale. Si vedano in particolare i dati quantitativi in Appendice 2.

Il Discorso al Mercato del Presidente Savona

Durante la pandemia, al fine di fronteggiare l'elevata volatilità sui mercati, la CONSOB ha fatto ricorso al divieto temporaneo delle operazioni di vendita allo scoperto e ha adottato ulteriori misure temporanee volte alla gestione del periodo pandemico[304]. Con riguardo all'incertezza geopolitica alimentata dal conflitto tra Russia e Ucraina, dalla guerra in Medio Oriente, dalle tensioni nel Mar Rosso e dall'andamento dei mercati energetici, essa ha condotto un monitoraggio specifico delle sedi di negoziazione italiane, con

[304] Questa misura è stata attuata in più fasi, a partire dal 12 marzo 2020, al fine di prevenire potenziali manovre speculative. Inoltre, la CONSOB ha adottato misure temporanee per la semplificazione e gestione dei procedimenti amministrativi, cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2020,* Roma 2021, p. 97.

particolare riguardo ai presidi di gestione della volatilità in essere, nonché alle misure adottate per mitigare i rischi collegati alla resilienza operativa e alla sicurezza informatica[305].

Secondo schemi già descritti, la produzione normativa del periodo ha comportato una significativa estensione delle competenze della CONSOB che hanno inglobato un nuovo insieme di soggetti, collegati col mondo del *Fintech* e della sostenibilità. A partire dal 2013, essa ha acquisito competenze in materia di vigilanza sui prestatori di servizi di *crowdfunding,* esercitate congiuntamente alla Banca d'Italia. La Commissione fu, peraltro, la prima Autorità in Europa e tra le prime nel mondo ad introdurre una regolamentazione dedicata del fenomeno, rimasto in diversi paesi privo di uno specifico quadro regolamentare, arrivato solo con il successivo intervento europeo[306]. Nell'attuale quadro regolamentare, CONSOB, sentita la Banca d'Italia, autorizza i fornitori di servizi di *crowdfunding* ed è l'Autorità competente a garantire trasparenza e correttezza nello svolgimento di tali servizi in coordinamento con ESMA. Più recentemente, gli interventi legislativi a livello europeo e nazionale in materia di cripto–attività e di finanza sostenibile hanno attratto nell'ambito di competenze della CONSOB una nuova galassia di soggetti, espressione di questi nuovi settori. Inoltre, nel contesto della normativa ESG, la CONSOB esercita oggi compiti di vigilanza sulla trasparenza in materia di informazioni non finanziarie, nonché di repressione dei fenomeni di *greenwashing, anche* attraverso il monitoraggio delle informazioni diffuse all'interno di studi societari e giudizi di *rating* e il confronto con l'informativa primaria diffusa dagli emittenti, con l'obiettivo di elevare il grado di fiducia e tutela degli investitori e per questa via innalzare la propensione verso gli investimenti sostenibili.

La normativa ha, inoltre, dotato la Commissione di nuovi, importanti strumenti di tutela dei risparmiatori, dei quali ha fatto ampio ricorso in vicende specifiche. Attraverso il recepimento delle riforme MiFID II/MiFIR, CONSOB è stata dotata di incisivi poteri di *product intervention*, volti alla tutela degli investitori al dettaglio. Essa ha, ad esempio, fatto ricorso a tale strumento, al fine di vietare la circolazione verso clienti al dettaglio in Italia o dall'Italia di opzioni "binarie", nonché per limitare la commercializzazione, distribuzione e vendita al settore *retail* di

---

[305] CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2022*, Roma 2023, p. 17.

[306] Con il decreto legge n. 179/2012 convertito nella legge 17 dicembre 2012, n. 22, il legislatore italiano ha pionieristicamente introdotto questa forma di finanziamento, riservata inizialmente alle start–up e alle PMI innovative. Nel 2016, l'*equity crowdfunding* è stato ampliato a tutte le PMI. La CONSOB ha disciplinato questo fenomeno attraverso il Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali *on–line* adottato con delibera 26 giugno 2013, n. 18592. Con la nuova regolamentazione europea, la Commissione ha collaborato all'elaborazione di norme poi confluite nel decreto legislativo 10 marzo 2023, n. 30, che adegua la normativa primaria al Regolamento (UE) 2020/1503 e conseguentemente ha adottato con delibera 1° giugno 2023 n. 22720, il nuovo Regolamento sui fornitori di servizi di *crowdfunding* alle imprese. Nel 2022, erano iscritte in Italia 48 società di gestione dei portali di *crowfunding, ibid,* p. 131.

«… la tutela pubblica del risparmio non può significare l'azzeramento del rischio di investimento. La regola n. 1 in finanza è "no risk no return". Se non c'è rischio, non ci può essere rendimento»

Discorso al Mercato del Presidente Nava
Milano 2018

contracts for difference (CFD)[307]. Con specifico focus sul fenomeno dell'abusivismo via internet, il legislatore domestico dal 2019 ha dotato CONSOB di un innovativo potere di oscuramento di siti web utilizzati ai fini dello svolgimento di pratiche abusive, esercitabile nei confronti di soggetti fornitori di servizi di connettività e assimilati[308]. Nei primi quattro anni di utilizzo di questo strumento, il numero di siti oscurati ha superato quota mille[309]. In un tale quadro, la Commissione ha svolto un ruolo di primo piano nell'educazione finanziaria, per fornire strumenti e informazioni necessarie a garantire la consapevolezza e l'informazione degli investitori, nonché la corretta percezione del ruolo dell'Autorità di vigilanza[310].

Peraltro, a partire dal 9 gennaio 2017, la CONSOB ha istituito l'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF), che ha sostituito l'operatività della preesistente Camera di conciliazione e arbitrato. Nel primo anno di attività, esso ha ricevuto 1.839 ricorsi, con un picco tra maggio e luglio, principalmente relativi alla vicenda delle banche venete[311].

---

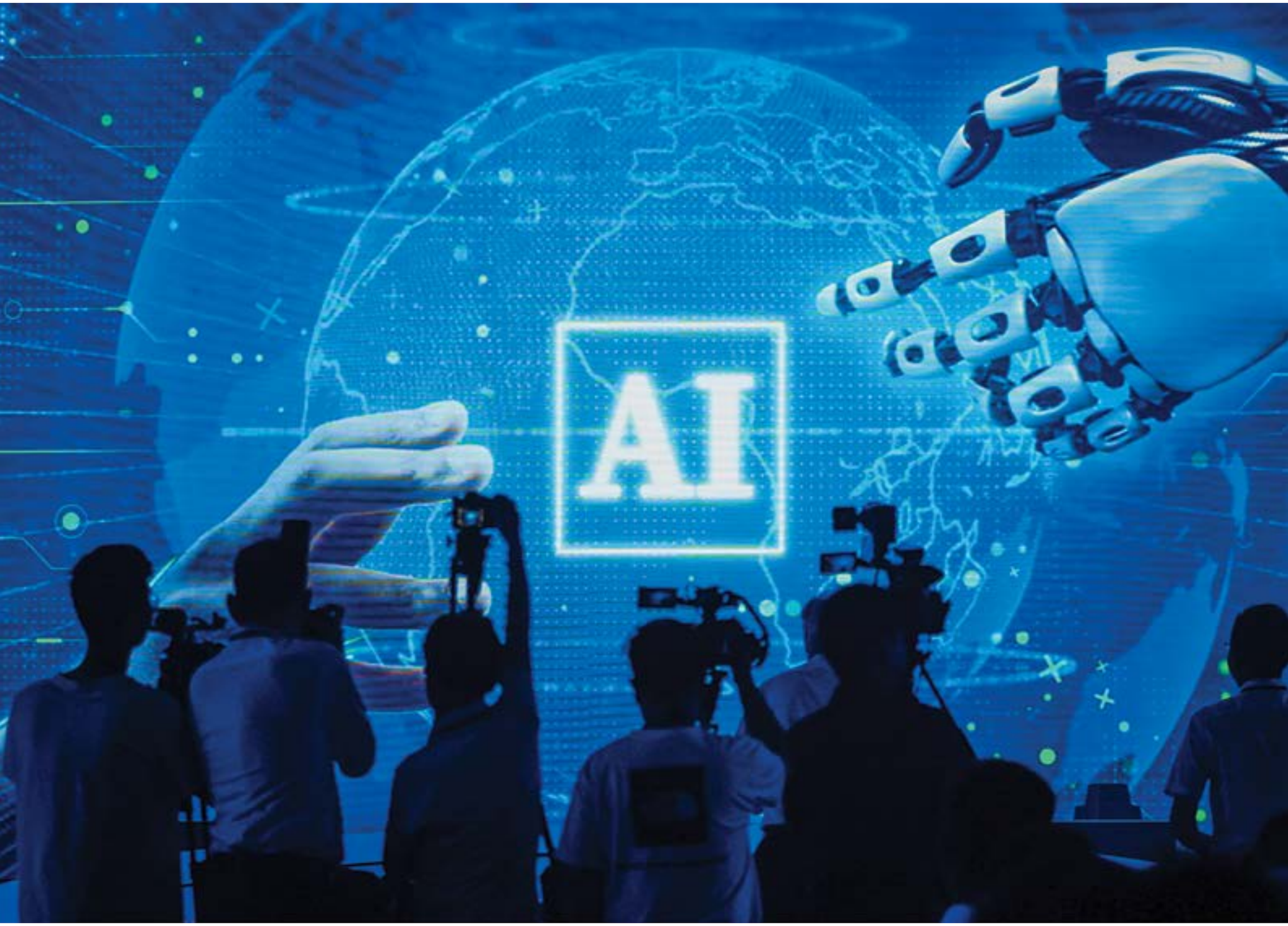
[307] Si veda la delibera 20 giugno 2019 n. 20975, di applicazione dei poteri previsti all'art. *7–bis* del TUF.

[308] Il legislatore è intervenuto due volte per potenziare gli strumenti di contrasto a disposizione dell'Autorità. Prima la legge 28 giugno 2019, n. 58 e successivamente la legge 28 febbraio 2020, n. 8 hanno equipaggiato la CONSOB di un innovativo potere di oscuramento coercibile nei confronti di tali soggetti, cfr. *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2019*, Roma 2020, p. 51.

[309] Si veda il relativo Comunicato stampa del 22 dicembre 2023, CONSOB, *Abusivismo finanziario: i siti bloccati da CONSOB raggiungono quota 1000,* 2023, disponibile presso consob.it.

[310] Le iniziative sono state realizzate in autonomia nell'ambito dell'offerta formativa della CONSOB o in coordinamento con il Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria (Comitato Edufin) e hanno contribuito ad arricchire le iniziative delle campagne nazionali e internazionali di sensibilizzazione e di educazione finanziaria. In dettaglio, nel corso dell'ultimo anno, l'Istituto ha partecipato alla *Global Money Week*, promossa dall'OCSE; ha coordinato in ambito domestico la *World Investor Week* (WIW), promossa dal Comitato della IOSCO (*Retail investors*); ha contribuito al Mese dell'educazione finanziaria (Mese Edufin), promosso a livello nazionale dal Comitato Edufin, sfruttando le sinergie con la WIW e definendo un calendario di attività contenente circa 50 eventi. La CONSOB ha organizzato o partecipato a 32 iniziative e, tra queste, ha lanciato il corso 'La finanza sostenibile: occhio ai rischi! (non è tutto oro quello che luccica)', in collaborazione con la Banca d'Italia, finalizzato a divulgare le conoscenze di base sui temi della finanza sostenibile, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2022*, Roma 2023 p. 63.

[311] Il valore complessivo dei risarcimenti richiesti nel 2022 si è attestato a circa 55,4 milioni di euro, oscillando tra un minimo unitario di 1 euro e il limite massimo di competenza per valore dell'ACF pari a 500 mila euro (per un valore medio del *petitum* superiore a 49 mila euro). Il totale dei risarcimenti riconosciuti ai risparmiatori è stato pari a circa 19 milioni di euro, con un tasso di accoglimento dei ricorsi corrispondente al 57%. Il tasso di adempimento resta elevato (superando il 98% dei casi, come avvenuto fin dall'avvio dell'operatività nel 2017, *ibid,* p. 64.


AI

«*La fiducia trova alimento nella crescita reale, che a sua volta la genera se il clima politico e sociale resta favorevole*»

Discorso al Mercato del Presidente Savona
Milano 2019

Ulteriori sviluppi meritevoli di menzione sono stati nel 2018, sotto la Presidenza di Mario Nava, l'istituzione, presso l'Autorità, del Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI), al fine di rafforzare ulteriormente il confronto con gli *stakeholders*[312], nonché l'avvio della piena operatività dell'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF, precedentemente Organismo per la tenuta dell'albo dei promotori finanziari) e il trasferimento ad esso delle relative funzioni di vigilanza precedentemente esercitate dalla Commissione[313].

Per altro verso, gli obiettivi di politica legislativa attualmente perseguiti a livello europeo e nazionale sono stati acquisiti al profilo istituzionale della CONSOB, determinando un autonomo e ulteriore arricchimento delle finalità sottese al suo mandato. Oltre alla tutela degli investitori e del risparmio, esso abbraccia ora anche il sostegno alla crescita, lo sviluppo dell'innovazione e la promozione della trasformazione ESG, con azioni dedicate che si riflettono nelle priorità strategiche perseguite dalla CONSOB, sul piano domestico, europeo e internazionale[314].

3.2 La Commissione ai tempi della data driven supervision

Come per tutti i soggetti attivi sul mercato, anche il funzionamento della CONSOB è interessato dalla digitalizzazione dei processi e delle strutture organizzative, nonché dei modelli di vigilanza. Il costante approvvigionamento di grandi volumi di dati da parte dei partecipanti al mercato, dovuto all'introduzione di ampi requisiti di *reporting* nel decennio precedente, ha determinato la nascita di un significativo patrimonio informativo a disposizione delle autorità di vigilanza, peraltro destinato a crescere ulteriormente[315]. In questo contesto, l'applicazione delle nuove tecnologie, in particolare di presidi di intelligenza artificiale e *text mining*, ha reso, dunque, possibile oltre che necessario un cambiamento negli approcci di vigilanza verso nuovi modelli basati sui dati e sull'analisi dei rischi.

---

[312] Il COMI è stato istituito con delibera n. 20477 del 12 giugno 2018, al fine di agevolare il confronto e il dialogo con gli operatori del mercato e gli investitori sui temi regolamentari e sugli altri atti a contenuto generale o di indirizzo strategico, sottoposti alla sua attenzione dalla CONSOB.

[313] Sulla base di un precedente protocollo d'intesa fra CONSOB e OCF, con delibera n. 20704 del 15 novembre 2018, l'Autorità diede avvio al trasferimento delle funzioni di vigilanza sui consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede all'organismo, che si perfezionò il primo dicembre successivo.

[314] Queste sono riflesse nel Piano strategico della Commissione, aggiornato al dicembre 2023, cfr. CONSOB (2023).

[315] La CONSOB dispone di quasi 50 database, contenenti dati strutturati per un totale di circa 20 terabyte, cui vanno aggiunti ingenti volumi di dati non strutturati (circa il 20% del patrimonio informativo complessivo). Le stime indicano peraltro una crescita nella dimensione dei dati nel prossimo triennio di oltre 4 terabyte all'anno, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2021* Roma 2022, p. 14.

Nel decennio, la Commissione ha implementato varie iniziative organizzative e tecniche per migliorare l'efficienza dei propri sistemi informativi, inclusa l'istituzione nel 2017 della Divisione Infrastrutture Informative, con competenze di definizione di una nuova strategia informatica dell'Istituto[316]. Nel 2022, CONSOB ha testato, assieme ad alcune università italiane, i primi prototipi di sistemi di IA per la vigilanza, applicati a supporto delle attività di scrutinio dei PRIIPs[317], analisi dei prospetti informativi di strumenti *equity* e *non–equity*[318], nonché per l'individuazione di abusi di mercato[319]. Nei prossimi anni, in ossequio al Piano strategico, continueranno i lavori per mettere in produzione le innovazioni, applicandole a tutti i processi amministrativi e organizzativi dell'Istituto.

3.3 La gestione finanziaria e organizzativa: i problemi aperti

I mutamenti del profilo istituzionale di CONSOB intervengono in un quadro di gestione finanziaria e organizzativa non molto diverso da quello visto per il decennio precedente. Tuttavia, come per qualsiasi soggetto economico, la capacità di innovazione di un'autorità di vigilanza dipende dalla concreta disponibilità a sostenere, anche finanziariamente, progetti di riorganizzazione interna complessi e investimenti tecnologici di lungo periodo, necessari all'adozione sempre più decisa di modelli di vigilanza basati sui dati e sull'analisi dei rischi. L'esame delle strutture organizzative del periodo aiuta a tracciare l'evoluzione del personale della Commissione, che presenta un incremento qualificabile come marginale, considerate le nuove competenze acquisite nel corso del periodo. Il personale al 31

«Il ripristino della fiducia nel futuro dell'Italia è lo scopo prioritario … che non può essere perseguito dalla sola CONSOB … Le risorse culturali e materiali del Paese sono tali da permetterlo»

Discorso al Mercato del Presidente Savona
Milano 2019

316 CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2017*, Roma 2018, pp. 40 s..

317 La prima sperimentazione è stata applicata a supporto della vigilanza dei documenti (KID – *Key Information Document*) che illustrano le caratteristiche principali dei prodotti finanziari pre–assemblati destinati agli investitori al dettaglio, ossia i *Packaged Retail and Insurance–based Investment Products* (PRIIPs). La numerosità dei documenti notificati (oltre un milione e mezzo nel 2021 e oltre 5 milioni nel 2022) ne rende impossibile lo scrutinio completo e richiede l'utilizzo di criteri di selezione basati su parametri di rischio. Tale sperimentazione ha visto lo sviluppo, in collaborazione con l'Università La Sapienza, di un *proof of concept* (*PoC*) basato su tecniche di analisi del linguaggio naturale a cui farà seguito l'applicazione di strumenti di *machine learning* con l'obiettivo di ottenere, come risultato dell'analisi, una raccomandazione sulle priorità delle azioni di vigilanza attraverso uno *screening* automatico, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2022*, Roma 2023, pp. 18 ss.

318 *Ibid*, p. 41.

319 La seconda sperimentazione, svolta in collaborazione con la Scuola Normale Superiore di Pisa, ha riguardato la vigilanza sulle transazioni, al fine di identificare un possibile evento di abuso dall'analisi dei dati di mercato. Nell'ambito della sperimentazione, sono stati elaborati due *proof of concept*, che, impiegando metodi di IA di tipo *unsupervised machine learning*, potrebbero supportare le analisi preliminari per l'individuazione di casi suscettibili di integrare una condotta illecita, *ibid*.

«Si rende … necessario definire e attuare un nuovo assetto istituzionale che prenda in considerazione e sciolga la dipendenza tra le diverse politiche e i comportamenti dei mercati, finalizzandoli alla crescita del reddito e dell'occupazione, che resta la più efficace forma di protezione del risparmio»

Discorso al Mercato del Presidente Savona
Milano 2020

dicembre 2014 era pari a 607 unità. Otto anni dopo, al 31 dicembre 2023 esso era pari a 666 unità[320]. Il quadro è destinato, tuttavia, a cambiare. Nel 2022, la Commissione, anche con il supporto di esperti indipendenti, ha avviato una revisione della propria struttura organizzativa, volta alla definizione delle nuove competenze, funzionali allo sviluppo tecnologico della struttura e al reclutamento del necessario personale[321]. Nel 2020 è stato anche adottato un nuovo testo regolamentare in materia di trattamento giuridico ed economico e di ordinamento delle carriere del personale in conformità a quello in vigore per il personale della Banca d'Italia, come previsto dalla legge istitutiva della CONSOB (legge n. 216 del 1974 come modificata dalla legge n. 281 del 1985).

L'evoluzione della gestione finanziaria della Commissione si caratterizza per una progressiva crescita del bilancio[322]. In questo quadro di incremento dei costi la revisione organizzativa recentemente intrapresa include nuovi strumenti di monitoraggio dei costi di funzionamento, nonché progetti per l'efficientamento dell'uso delle risorse[323]. Guardando al futuro, è stata avviata una riflessione circa l'adeguatezza dell'attuale sistema di finanziamento della CONSOB, ad oggi quasi interamente dipendente dal finanziamento dei soggetti vigilati. Nel corso del tempo, è aumentato significativamente il numero di competenze e di attività allocate alla Commissione, non rientranti nelle maglie di tale modello di contribuzione, che non possono essere imputate a specifici soggetti: è questo il caso delle attività connesse alle nuove finalità istituzionali di promozione dell'innovazione *Fintech*, della sostenibilità, nonché dell'educazione finanziaria e della ricerca. Del resto, la pandemia ha dimostrato come eventi imprevedibili possano interferire con l'attuale canale di finanziamento[324]. Da ultimo, la circolazione delle imprese finanziarie e le dinamiche di *delisting* di cui infra, che impattano sul mercato domestico, sono elementi che dovranno essere necessariamente considerati in una prospettiva di lungo termine. Per gli anni futuri, l'efficacia dell'azione dell'Istituto dipenderà anche dall'adeguatezza delle disponibilità finanziarie ad affrontare gli investimenti, organizzativi e tecnologici, che si rendono necessari per tenere il passo con l'informatizzazione dei servizi.

---

320 Si vedano, per maggiore granularità circa l'evoluzione dell'organico nel decennio, i dati in Appendice 2.

321 Cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2022*, Roma 2023 p. 13.

322 Si veda CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2014*, Roma 2015, p. 213, in raffronto con CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2021*, Roma 2022, p.139.

323 Si veda in CONSOB (2023).

324 Tenuto conto della situazione di straordinaria necessità venutasi a creare a seguito dell'emergenza sanitaria internazionale e del conseguente deterioramento del quadro economico, CONSOB deliberò una sospensione del pagamento dei contributi di vigilanza per l'anno 2020, si veda la delibera 18 marzo 2020, n. 21305.

«*A causa della pandemia, il 2020 è stato uno degli anni peggiori vissuti dall'Italia sul piano economico e sociale dalla fine della Seconda Guerra Mondiale*»

Discorso al Mercato del Presidente Savona
Milano 2021

4. L'evoluzione del mercato

4.1 Fra nuove quotazioni e delisting

Come già indicato, in quest'ultimo decennio, l'economia europea è stata colpita da eventi eccezionali. Nonostante il mercato abbia raggiunto, nell'immediatezza di tali eventi, livelli di estrema volatilità, questi non hanno generato criticità sistemiche e i relativi impatti sono stati gradualmente riassorbiti, grazie anche alla spinta di importanti stimoli fiscali e monetari. Tuttavia, l'emergere nel 2023 del fenomeno inflazionistico che, con una similitudine proposta dal Presidente Savona, rappresenta «*un'Idra dalle molte teste; se una viene tagliata e cauterizzata, agiscono le altre*»[325], come indica il recente mutamento di enfasi dalla liquidità ai salari, ha determinato un repentino quanto radicale cambiamento della politica monetaria, che ha contribuito al contenimento dell'aumento dei prezzi. Conseguentemente, sono stati abbandonati i paradigmi espansivi che avevano contraddistinto la politica delle banche centrali successiva alla crisi finanziaria del 2007-2008.

Nel quadro dei mercati finanziari domestici, il numero di società quotate sul mercato principale e ammesse a negoziazione sul sistema multilaterale di negoziazione *Euronext Growth Milan* (EGM, ex AIM) nell'arco del decennio è aumentato, superando la soglia (psicologicamente rilevante) delle 400 unità. Nello stesso periodo, si è registrato un progressivo aumento, in parte influenzato anche dalle politiche espansive, della capitalizzazione complessiva del mercato domestico (si veda in particolare l'Appendice 1). Nel 2014, le società quotate e ammesse a negoziazione sui mercati di Borsa Italiana erano pari a 306, di cui 57 presenti su EGM, con una capitalizzazione complessiva del listino di 482.438 milioni di euro e un rapporto capitalizzazione di listino/PIL pari al 29,6%. Al 29 dicembre 2023, le società erano pari a 429, di cui 203 ammesse a quotazione su EGM, con una capitalizzazione del listino di 761.872 milioni di euro e un rapporto capitalizzazione di listino/PIL pari al 39,4%[326].

Nonostante, la crescita intervenuta nel decennio, per l'Italia la percentuale si attesta su un livello inferiore rispetto alle principali economie europee. Le ragioni di questo fenomeno sono molteplici, ma suggeriscono la presenza, ad oggi, di un difetto sistematico nella capacità di indirizzare gli investimenti e il risparmio verso il mercato azionario nazionale, generando una disparità competitiva considerevole per le imprese.

---

[325] Dal discorso del Presidente, in occasione dell'incontro annuale con il mercato, cfr. CONSOB, *Incontro annuale con il mercato finanziario* 2022, Milano 2022, p. 10.

[326] Lo sviluppo è particolarmente evidente se comparato all'anno 2022, quando, al 31 dicembre, le società quotate e ammesse a negoziazione erano pari a 414 (+15), di cui 190 su EGM (+13), con una capitalizzazione del listino di 625.689 milioni di euro (+136.183) e un rapporto capitalizzazione di listino/PIL pari al 33,9% (+5,5%). Si vedano i dati della capitalizzazione in Appendice 1 e relative fonti.

L'aumento del numero assoluto di società, trainato dalle ammissioni intervenute su EGM rappresenta un fenomeno indubbiamente positivo, ma quantitativamente marginale, che nasconde, in realtà, il costante depauperamento nel numero di quotate sul listino principale. D'altronde, l'esperienza italiana sembra collocarsi in una tendenza quasi globale all'impoverimento dei listini borsistici, ragionevolmente facilitata dalla copiosa liquidità a disposizione di imprese, fondi di *private equity* e investitori istituzionali[327].

[327] Le generose condizioni di politica monetaria, che hanno contraddistinto gli anni successivi alla crisi del 2007-2008 furono determinanti nel mettere a disposizione di imprese e investitori copiosa liquidità, a tassi relativamente contenuti. Tali condizioni incentivarono il ricorso da parte delle imprese al finanziamento tramite strumenti di debito, in sostituzione della raccolta di capitale di rischio, attraverso programmi di *M&A e share buy–back*. Lo sviluppo dei *private markets*,

Tuttavia, il fenomeno del *delisting* viene da noi percepito come strutturale, tanto da suscitare l'interesse del legislatore. Evidenze empiriche relative ai primi sei anni del decennio (2014-2019) mostrano come l'incremento delle società quotate sul listino principale, al netto dei *delisting* è stato di 17 unità, con una riduzione della capitalizzazione complessiva di circa 15 miliardi di euro[328]. In questa cornice, il *delisting* si inquadra spesso nel contesto di dinamiche di *takeover*. Il fenomeno del *delisting* volontario riguarda anche un certo numero di società italiane, che negli ultimi anni hanno trasferito la propria sede legale in un altro Stato membro della UE, specialmente nei Paesi Bassi[329]. Sebbene i numeri del fenomeno siano per ora contenuti, la migrazione di società verso altri Stati è maggiore in Italia che in altri Stati Membri della UE, generando preoccupazioni circa l'attrattività del contesto italiano, che si riflettono nelle attuali iniziative legislative a livello domestico.

4.2 Il mercato della MiFID II

Le riforme derivanti dal pacchetto deciso in sede di G20 hanno posto i mercati finanziari in una posizione di rinnovata centralità, volta a garantire efficienza, trasparenza e stabilità delle negoziazioni. La reintroduzione della concentrazione degli scambi, promossa in nuovi termini dal regolamento MiFIR, nonché l'obbligo di compensazione derivante dal regolamento EMIR, hanno istituzionalizzato il ruolo dei mercati e delle relative infrastrutture nelle dinamiche finanziarie unionali. D'altro lato, le riforme in Europa hanno ulteriormente rafforzato la concorrenza fra mercati dell'Unione, nonché le dinamiche di competizione fra infrastrutture attraverso la disciplina dell'*open access*. Le nuove tecnologie, come il *trading* algoritmico, hanno profondamente alterato le dinamiche di negoziazione e, con-

«La tutela del risparmio svolta dalle istituzioni pubbliche, tra cui la CONSOB, segue regole sperimentate e perfezionate nel tempo, che tuttavia richiedono un aggiornamento alla luce delle innovazioni tecnologiche in ambito finanziario ...»

Discorso al Mercato del Presidente Savona
Milano 2021

quale ecosistema di finanziamento alternativo alle sedi di negoziazione regolamentate, riservato ad un pubblico specifico di soggetti, ha ulteriormente contribuito a tale tendenza.

328 Si veda Picco, Ponziani et al. (2021), pp. 39 ss., in particolare pp. 45 s.; si veda anche Intermonte–Politecnico Milano (2022).

329 Si veda Belcredi, Faverzani et al. (2023). Lo studio evidenzia come il fenomeno si associ principalmente a esigenze di "*forum shopping*", ossia la ricerca di un ordinamento più favorevole ai gruppi di comando, spesso a carattere familiare, che controllano la società, considerazione che sembra prevalere su altre di carattere fiscale o strategico, che potrebbero altrimenti giustificare il trasferimento in una giurisdizione straniera, e formula la seguente conclusione: "*Finally, Italy is the European country that exhibits the largest firm outflow, both in general and to the Netherlands, despite CEM regulation in other countries being sometimes equally or even more restrictive than the Italian one. The different pattern we identify has important governance implications. Dutch firms and European (other than Italian) firms reincorporating in the Netherlands aim at protecting the board. On the contrary, Italian firms aggressively boost the voting power of the controlling shareholder, which, after completion of the loyalty program, ends up holding, on average, 40.8% of equity capital and 64% of the voting rights (a 23.2% wedge). Consequently, holding 20.8% (12.5%) of capital allows controllers to hold half (one third) of the voting rights.*".

«… è necessario un riesame dell'architettura istituzionale entro cui moneta e finanza si devono muovere, per realizzare l'obiettivo comune di un uso del risparmio finalizzato alla crescita reale …»

Discorso al Mercato del Presidente Savona
Milano 2022

seguentemente, indotto importanti cambiamenti nelle strutture dei mercati, nonché nel pubblico degli intermediari[330]. Durante il decennio sono intervenuti importanti passi in avanti nella rimozione delle barriere nazionali alle transazioni transfrontaliere. Nel 2014, ha preso avvio la piattaforma di regolamento titoli unica *TARGET2–Securities* (T2S)[331].

4.3 Borsa Italiana entra nel gruppo Euronext

La Brexit ha avuto un effetto dirompente sull'industria finanziaria europea e ha determinato un cambio di rotta nel processo di consolidamento dei mercati. Malgrado alcune resistenze politiche, la *City* aveva saputo conquistarsi nel corso degli anni un ruolo di dominio non solo europeo, bensì anche globale nel *trading* in strumenti derivati, nonché nella compensazione dei derivati OTC[332]. Le nuove politiche di eurocentrismo adottate in risposta alla Brexit, volte a realizzare il "rimpatrio" dei flussi di negoziazione eurodenominati, hanno riaperto la competizione fra gruppi borsistici, specialmente nell'industria del *clearing*.

Nel continuo processo di consolidamento dei mercati finanziari dell'Unione, la Brexit ha rappresentato una frattura, che si è riverberata anche sul delicato equilibrio dell'integrazione fra Borsa Italiana e LSE. Pochi anni più tardi, infatti, il gruppo londinese ha ceduto le intere attività del gruppo Borsa Italiana, a seguito della fusione del Gruppo britannico con *Refinitiv*[333]. Nel mezzo della pandemia, si è perfezionata per la cifra di 4,3 miliardi di euro, condizionata al buon esito della fusione con *Refinitiv*, la vendita di Borsa Italiana al gruppo Euronext.

Euronext N.V., acronimo di *European New Exchange Technology*, è un gruppo borsistico paneuropeo, che gestisce diverse sedi di negoziazione, inclusi i mercati azionari domestici di una pluralità di giurisdizioni[334]. Euronext

---

[330] Si veda, più approfonditamente, in Appendice 2.

[331] *TARGET2–Securities* (T2S) è un progetto implementato dall'Eurosistema con l'obiettivo di creare una piattaforma unica per la liquidazione dei titoli denominati in euro. Il 20 febbraio 2023, il sistema T2S, unitamente al sistema di regolamento TARGET, sono stati sostituiti dalla nuova piattaforma T2.

[332] Alla data odierna, il mercato dei derivati OTC eurodenominati è ancora concentrato nel Regno Unito. La *relocation* del *clearing* dei derivati è uno degli obiettivi di politica economica che l'Unione sta attualmente perseguendo, e rappresenta il punto ancora irrisolto in conseguenza della Brexit. Da ultimo, il 7 dicembre 2022, la Commissione europea ha proposto una nuova modifica del Regolamento EMIR, (cd. EMIR 3.0), *Proposta di Regolamento del Parlamento e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) n. 648/2012, (UE) n. 575/2013 e (UE) 2017/1131 per quanto concerne le misure volte ad attenuare le esposizioni eccessive nei confronti di controparti centrali di paesi terzi e a migliorare l'efficienza dei mercati della compensazione dell'Unione* (COM (2022) 697).

[333] La cessione fu volta a superare i rilievi antitrust espressi dalla Commissione Europea in merito alla concentrazione nel settore del *fixed income* relativa alla fusione fra LSE e Refinitiv, si veda, LSE, *press release, Proposed Divestment of the Borsa Italiana Group to Euronext N.V. for €4.325 billion*, 9 ottobre 2021 (accessibile presso: Lseg.com)

[334] Nel dicembre 2021, il gruppo Euronext, nel complesso delle varie sedi di negoziazione

nacque nei primi anni 2000 attraverso la fusione delle borse di Amsterdam, Bruxelles e Parigi, e ha integrato progressivamente, all'esito di varie fusioni e acquisizioni, anche i mercati nazionali di Portogallo, Irlanda e Norvegia. Euronext N.V. è quotata sul mercato di Amsterdam sin dalla sua costituzione.

La missione di Euronext si è identificata con l'integrazione dei mercati dei capitali nazionali secondo un modello federale, caratterizzato da un quadro regolamentare armonizzato, un *single order book* e una piattaforma di negoziazione unica, ossia con accesso a tutti i mercati del Gruppo attraverso una singola connessione. Questo particolare assetto si riflette anche sul modello di coordinamento fra Autorità di vigilanza dei vari mercati del gruppo Euronext. Esse sono firmatarie di un memorandum d'intesa che ha istituito un "Collegio dei Regolatori di Euronext", un forum di natura privatistica, volto a coordinare le attività di vigilanza e regolamentazione degli affari e dei mercati gestiti da Euronext[335].

Dall'aprile del 2021, Borsa Italiana è entrata formalmente a far parte del gruppo paneuropeo, rappresentandone il maggior contributore in termini di ricavi e rafforzandone la presenza nel settore del *post–trading*, in particolare del *clearing*[336]. Contestualmente, CDP *Equity* è entrata nel capitale di Euronext, diventandone primo azionista insieme alla francese CDC e aderendo, insieme a Intesa Sanpaolo, al patto fra gli azionisti di riferimento (*Reference Shareholders*). Gli amministratori delegati di Borsa Italiana e MTS sono entrati nel *Extended Managing Board* del Gruppo, mentre CDP *Equity* ha ottenuto adeguati presidi di *governance* nel *Supervisory Board* di Euronext. In questo processo, CONSOB continua a svolgere la sua vigilanza sulla complessa integrazione fra Borsa Italiana ed Euronext, al fine di preservare l'autonomia decisionale della prima e mantenere adeguati presidi di vigilanza domestici[337]. CONSOB è altresì firmataria del *Memorandum of understanding* dei *Regulators Euronext*.

---

gestite, contava quasi 2.000 emittenti, per una capitalizzazione globale di più di 6 trilioni di euro, cfr. EURONEXT (2022), p. 26.

[335] *Ibid*, pp. 46 ss.. Sono le Autorità di vigilanza dei mercati in cui Euronext opera. Il protocollo d'intesa fornisce un quadro per coordinare la loro supervisione e la regolamentazione degli affari e dei mercati gestiti da Euronext. Esse hanno identificato determinate aree di interesse comune e hanno adottato un approccio coordinato nell'applicazione delle rispettive norme nazionali, regolamenti e pratiche di vigilanza riguardanti i requisiti di quotazione, i requisiti di divulgazione del prospetto e gli obblighi continuativi delle società quotate. Anche Euronext si impegna al rispetto delle previsioni ivi contenute, nella misura in cui gli obblighi derivanti dal memorandum d'intesa si applichino alla società o alle sue controllate.

[336] Euronext rappresentava una specificità in Europa, data da un modello di integrazione orizzontale fra mercati, dove la gestione dei servizi di *clearing* presso le sedi di negoziazione gestite era affidata a diverse controparti centrali esterne al gruppo, tra cui LCH.SA, controllata da LSE, nella quale Euronext deteneva una partecipazione minoritaria. Con l'acquisizione di Borsa Italiana, Euronext ha ceduto a LSE la propria quota in LCH.SA, *Ibid, pp.* 26 ss..

[337] La vigilanza sul processo di integrazione di Borsa Italiana nel gruppo Euronext è una delle azioni chiave individuate nel Piano strategico 2022-2024 di CONSOB.

Sebbene recente, la piena integrazione del gruppo Borsa Italiana è in via di conclusione. I mercati domestici hanno adottato il nuovo marchio Euronext, allineandosi al resto del gruppo. Nel 2022, il cuore tecnologico del gruppo, il *data center* Euronext, è stato trasferito in Italia, a Bergamo, e nello stesso anno i mercati *cash equity* del gruppo Borsa Italiana sono migrati sulla piattaforma di negoziazione proprietaria del gruppo Euronext OPTIQ, mentre la migrazione del mercato dei derivati IDEM sulla medesima piattaforma è è stata realizzata a fine marzo 2024. Gli impatti per MTS hanno riguardato l'acquisizione di SIA (fornitore tecnologico dell'infrastruttura MTS) e non la migrazione sulla piattaforma OPTIQ[338]. Allo stesso tempo, la Cassa di Compensazione e Garanzia, ridenominata Euronext Clearing, è stata posta al centro di un progetto di consolidamento del *post–trading* a livello europeo. Nel 2023, la compensazione e garanzia dei mercati *cash equity* del gruppo Euronext è stata trasferita in Italia e il progetto prevede in tempi brevi la migrazione nel nostro Paese dei flussi dei mercati di derivati Euronext, inclusi i derivati su merci negoziati nel parigino *Marché À Terme International de France* (MATIF)[339]. A livello di *post–trading*, la rinnovata centralità di Euronext Clearing ha posto il Paese in una posizione di primo piano nell'industria del *clearing* europeo e aperto nuove direzioni di sviluppo per l'infrastruttura italiana.

I fenomeni appena descritti sono molto attuali ed è complesso prevederne gli sviluppi. La digitalizzazione sta spingendo i gestori di mercati e le relative infrastrutture a ridiscutere e diversificare i propri modelli di *business*, in particolare nei confronti dei *data services*[340]. D'altro lato, le potenzialità dei sistemi DLT, fenomeno intimamente connesso all'affermazione della "criptofinanza", hanno aperto nuove prospettive di sviluppo dei mercati e delle relative infrastrutture verso soluzioni maggiormente decentralizzate, con minori barriere per l'accessibilità. Il fenomeno è ormai qualificato dalla normativa europea, che sembra porre i nuovi operatori DLT in competizione diretta con gli operatori tradizionali, mentre questi stanno tuttavia rapidamente adattandosi per internalizzare le nuove tecnologie.

Per altro verso, la digitalizzazione e l'affermarsi di una più diretta connessione tra mondo finanziario e social media pone ai regolatori sfide per incorporare nuovi fenomeni e comportamenti nel quadro regolamentare e di vigilanza, con l'obiettivo di non ostacolare l'innovazione e l'accesso capillare ai mercati, preservando adeguati livelli di tutela del risparmio.

4.4 Il futuro della finanza decentralizzata

La trattazione del decennio non sarebbe completa senza una autonoma, per quanto minima, trattazione del fenomeno delle cripto–attività e della sua sorprendente affermazione nel panorama della finanza globale. Nate dalle ceneri della crisi del 2007-2008, la loro rapida diffusione ha sollevato preoccupazioni in merito ai profili di stabilità monetaria, nonché di trasparenza e di tutela degli investitori. L'esplosione del *Bitcoin* ha catalizzato una evoluzione esponenziale del settore e la nascita di un nuovo irregolato ecosistema finanziario[341]. In termini di capitalizzazione il mercato, grazie anche a una liquidità sostenuta, ha raggiunto dimensioni ragguardevoli, per poi nel 2022 regredire bruscamente, alla luce del mutato contesto economico, sulla scia di numerosi scandali e fallimenti (cd. *crypto winter*). Tale momentanea contrazione pare tuttavia superata e il 2023 ha visto una ripresa del settore e della sua capitalizzazione, anche a seguito della legalizzazione del *trading* su *Bitcoin* e del meccanismo di dimezzamento periodico (*halving*) della crescita di questo strumento virtuale. Per questi caratteri, il fenomeno è da tempo all'attenzione dei regolatori globali, che stanno lavorando per individuare una linea di azione comune e coordinata. La decentralizzazione della contabilità *blockchain* costituisce la ragione per cui le banche centrali seguono il fenomeno con attenzione, dal momento che la sua impenetrabilità mette in discussione i profili di stabilità finanziaria e monetaria.

---

338 Euronext (2022), p. 139.

339 Si veda il comunicato stampa Euronext del 30 novembre 2023, *Euronext announces the successful expansion of Euronext Clearing as pan–European clearing house for Euronext cash markets*, 2023, disponibile presso: euronext.com.

340 Una iniziativa fra tante, la partnership tra LSE/Refinitiv e Microsoft, recentemente annunciata, cfr. LSE (2022), p. 104.

341 Si veda per un inquadramento del fenomeno Annunziata (2023), pp. 511 ss.; per una classificazione del fenomeno, cfr. l'analisi della Banca d'Italia (2022).

La *gamification* e i social media nei mercati: il caso Gamestop

Alla fine di gennaio 2021 il prezzo delle azioni di GameStop Corporation, società attiva nel commercio di videogiochi quotata al New York Stock Exchange (NYSE), saliva del 306% in una settimana e di oltre il 1.600% in sole 10 sedute. A fronte di tale andamento, i valori fondamentali della società non erano cambiati. GameStop già dal 2020 versava in significative difficoltà finanziarie amplificate dalle conseguenze della pandemia. A causa di tali difficoltà, diversi fondi speculativi specializzati avevano assunto posizioni ribassiste, tramite vendite allo scoperto, scommettendo in sostanza sul ribasso del titolo, ipotizzando che la società avrebbe acuito il suo stato di crisi. Tra febbraio e luglio 2020 le quotazioni dell'azione erano stabili, mentre le posizioni corte complessive ammontavano, alla fine del mese di luglio, all'84% del capitale sociale. Ad agosto 2020, un investitore attivista statunitense, dopo aver acquisito una partecipazione rilevante della società, otteneva un posto nel consiglio di amministrazione e promuoveva una campagna commerciale innovativa, improntata alla conquista di quote crescenti di mercato nell'e–commerce. Le quotazioni del titolo, alimentate soprattutto da commenti presenti sui social media, iniziarono ad aumentare, dapprima gradualmente, poi in maniera sempre più intensa e sorprendente, sino a toccare, il 27 gennaio 2021, il prezzo ufficiale massimo del periodo, aumentato dell'8.588%, rispetto al 31 luglio 2020. Pochi giorni dopo, vi furono forti correzioni del corso del titolo (fino a –60%), imputabili in parte alle restrizioni agli acquisti imposte dalle principali piattaforme di negoziazione.

A livello mondiale il caso Gamestop ha rappresentato un punto di svolta, sollevando domande sull'etica degli investimenti e sulla partecipazione dei singoli investitori nel contesto di una crescente influenza dei social media sulle dinamiche di *trading*, inducendo le autorità di vigilanza ad avviare riflessioni sulla necessità di regolamentazione delle relazioni tra mercati finanziari e social media. Come in qualsiasi bolla speculativa, gli investitori che sono entrati e usciti al momento giusto hanno conseguito lauti profitti, mentre quelli che sono entrati troppo tardi o hanno mantenuto le posizioni troppo a lungo hanno subito ingenti perdite. La bolla di GameStop, tuttavia, è stata insolita perché ha sfidato entrambe le interpretazioni più comuni dei mercati finanziari. La prima è che i mercati finanziari allochino in modo efficiente il capitale alle imprese che hanno solidi fondamentali economici. La seconda è che i grandi investitori istituzionali speculano in modi che destabilizzano i mercati, conseguendo profitti sconvenienti a spese dei piccoli investitori. Gli investitori che hanno acquistato ingenti quantitativi di azioni GameStop – spesso giovani, per lo più trader dilettanti che si sono coordinati tramite bacheche social – sembrano aver sottoscritto quest'ultima interpretazione, fomentati da quello che è stato definito mediaticamente il primo flash mob azionario. Cospirando per far salire i prezzi delle azioni delle società in difficoltà, i piccoli investitori hanno cercato di "battere" l'establishment degli investitori istituzionali. E in effetti, gli hedge fund che avevano assunto posizioni allo scoperto su GameStop hanno dovuto inghiottire enormi perdite.

Diverse circostanze hanno contribuito alla vicenda, eccezionale per la dimensione delle oscillazioni di prezzo e volumi, dei profitti e delle perdite conseguiti da diverse categorie di investitori. Oltre al negativo andamento della società GameStop, hanno giocato un ruolo primario i social media, la presenza di posizioni nette corte molto ingenti, le piattaforme di negoziazione, la *gamification* del *trading*, la pratica nota come pagamento del flusso di ordini (*payment for order flow* – PFOF), la pandemia. La portata di alcuni di questi fattori, quali causa ed effetto al tempo stesso, è stata amplificata da strumenti e tecnologie basati sull'intelligenza artificiale.

La *distributed ledger technology* (DLT) rappresenta il cuore di questo nuovo ambito di innovazione tecnologica, che mette in discussione i confini tra intermediari finanziari, emittenti, prodotti e mercati, e le strutture, anche normative, sin qui sviluppatesi. Tuttavia, mentre il *Bitcoin* ambisce ad assumere i tratti di bene rifugio e le banche centrali esplorano le possibili applicazioni della tecnologia DLT alle valute aventi corso legale, non è stata ancora delineata una chiara politica di governo del fenomeno. L'Europa ha introdotto pionieristicamente una prima regolamentazione in materia, che, tuttavia, non lambisce interamente la parte rappresentata dalla finanza decentralizzata. In Italia, il fenomeno è stato catturato nei termini della *tokenizzazione,* nonché sotto la lente della disciplina antiriciclaggio, che, tuttavia, rappresentano risposte settoriali, nel secondo caso non del tutto coerenti con gli standard normativi applicati in

CONSOB

Delibera n. 22923 del 6 dicembre 2023

ADOZIONE DEL REGOLAMENTO SULL'EMISSIONE E CIRCOLAZIONE IN FORMA DIGITALE DI STRUMENTI FINANZIARI

LA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

VISTA la legge 7 giugno 1974, n. 216 e successive modificazioni;

VISTO il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modifiche, con il quale è stato emanato il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (di seguito, "TUF");

VISTO il decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25, convertito, con modificazioni, dalla legge 10 maggio 2023, n. 52 (di seguito, "decreto");

VISTO l'articolo 28, del decreto, e, in particolare, il comma 1, che ha conferito alla Consob il potere di determinare, tramite regolamento, i principi e i criteri relativi alla formazione e alla tenuta dell'elenco di cui all'articolo 19 del decreto;

VISTO altresì l'articolo 28, comma 2, del decreto, che ha attribuito alla Consob il potere di dettare, tramite regolamento, disposizioni di attuazione del decreto riguardanti, tra l'altro, le forme e le modalità di presentazione dell'istanza per l'iscrizione nell'elenco dei responsabili del registro e la procedura per l'iscrizione nel citato elenco, nonché il contenuto minimo delle informazioni relative alle modalità operative del registro per la circolazione, di cui all'articolo 23, comma 3, del decreto;

VISTO il regolamento generale sui procedimenti amministrativi della CONSOB ai sensi dell'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, e dell'articolo 2, comma 5, della legge 7 agosto 1990, n. 241 e successive modificazioni, adottato con delibera n. 18388 del 29 novembre 2012;

VISTA la delibera del 5 luglio 2016, n. 19654, e successive modificazioni, con la quale è stato adottato il regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale, ai sensi dell'articolo 23 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari;

CONSIDERATE le osservazioni pervenute in risposta al documento di consultazione sulle proposte di Regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari, come rappresentate nella relazione illustrativa che costituisce parte integrante del presente provvedimento;

D E L I B E R A:

Art. 1

(Approvazione del Regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari)

1. É approvato l'accluso "Regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari".

Art. 2

(Disposizioni finali)

1. La presente delibera è pubblicata nel sito *internet* della Consob e nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. Essa entra in vigore il giorno successivo alla data della sua pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale.

IL PRESIDENTE

altri settori[342]. Del resto, in un quadro legislativo che difetta di una visione complessiva, le frizioni applicative sono evidenti e la giurisprudenza e la stessa CONSOB hanno ritenuto applicabili in talune fattispecie la disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari, diversi dagli strumenti finanziari[343].

La finanza decentralizzata confonde e scompagina la sottile divisione fra settore bancario e finanziario e, quindi, le relative architetture di vigilanza. L'affermazione, ormai capillare del fenomeno delle criptovalute, che insiste in un'area tra risparmio bancario e finanziario, solleva una nuova sfida alla capacità dell'ordinamento di governare taluni aspetti di questo fenomeno.

Questa circostanza non rappresenta, tuttavia, un limite allo sviluppo dell'innovazione, che, come già visto, insiste nelle aree grigie del diritto. In questo senso, i soggetti privati sono portati a scegliere il sistema legale (e le corti) che consenta di regolare con certezza la dimensione privatistica del fenomeno. Un importante primo catalogo di principi UNIDROIT in materia è stato recentemente elaborato[344]. Anche su questi fronti, le linee di sviluppo sono dunque aperte e, se possibile, ancora più incerte.

4.5 Il ruolo della finanza nella transizione verso un'economia sostenibile

Un ulteriore sviluppo che ha contraddistinto i mercati finanziari domestici è rappresentato dall'affermarsi della finanza sostenibile. Espressione di un fenomeno sociale, prima ancora che finanziario, essa pone al centro la necessità, fortemente sentita a livello globale, di una rapida transizione verso modelli di sviluppo economici orientati ad una maggiore sostenibilità[345] . Nel perseguimento di tale transizione, la finanza gioca un ruolo centrale, incoraggiando gli investimenti

---

[342] La normativa antiriciclaggio italiana ha legittimato la prestazione di servizi relativi alle valute virtuali, introducendo anche un quadro di vigilanza, limitato tuttavia ai soli aspetti antiriciclaggio: il d.lgs. 231/2007, da ultimo modificato dal d.lgs. 125/2019 in recepimento della Direttiva (UE) 2018/843 (quinta direttiva antiriciclaggio), ha introdotto una definizione di valuta virtuale (in cui rientrano le criptoattività intese sia come investimento che come mezzo di pagamento) e di prestatore di servizi in tale comparto (VASP – Virtual Asset Service Provider), ossia una persona fisica o giuridica che offra servizi collegati alle valute virtuali in via professionale. Il d.lgs. 90/2017 ha inoltre previsto che l'Organismo degli Agenti e dei Mediatori (OAM) iscriva in una sezione speciale (istituita *ex novo* e attiva dal 16 maggio 2022) del registro dei cambiavalute i VASP in possesso dei requisiti applicabili.

[343] Cfr. Annunziata. (2023), p. 521, e ivi in nota (14-15), dove l'autore richiama a titolo esemplificativo, la delibera CONSOB n. 19968 del 20 aprile 2017, nonché la sentenza n. 44378 del 22 novembre 2022, della seconda sezione penale della Corte di Cassazione.

[344] Sul fronte del diritto privato, recentemente, il Consiglio Direttivo dell'UNIDROIT nella sua 102ª sessione (10-12 maggio 2023) ha approvato gli UNIDROIT, *Principles on Digital Assets and Private Law*, 2023.

[345] Per un inquadramento del passaggio da sviluppo sostenibile alla finanza sostenibile, si veda Linciano, Ciaravella et al., (2021), pp. 12 ss. Vedi anche Annunziata (2023), pp. 305 ss.

orientati al lungo termine, che generino anche esternalità positive, e promuovendo una gestione responsabile delle risorse finanziarie alla luce dei rischi connessi, attraverso la considerazione dei fattori ESG.

Dal punto di vista del mercato, la finanza sostenibile rappresenta dunque un fenomeno innovativo complesso, che influenza le strategie sia delle imprese sia degli investitori. Le considerazioni di sostenibilità hanno ampiamente permeato la *corporate governance,* riorientando alcuni degli aspetti più rilevanti per il funzionamento dei consigli, quali *corporate purpose,* strategie, gestione dei rischi, sistema dei controlli interni e remunerazioni dei dirigenti[346]. La valutazione dei fattori ESG ha acquisito centralità nelle scelte di investimento, integrandosi nelle strategie di *engagement* e *stewardship* degli investitori istituzionali[347]. Anche nel settore *retail*, attraverso la consulenza, le considerazioni di sostenibilità trovano oggi spazio. Dal lato dell'offerta, il *trend* degli investimenti sostenibili è in crescita, alla luce della diffusione di *green bonds* e *social bonds*[348], che rappresentano ormai un settore qualificato del mercato. Un ruolo importante è svolto dai soggetti fornitori di *scores* e *rating* di sostenibilità, che elaborando le informazioni rese dalle imprese, rendono disponibili agli investitori i necessari indicatori della performance ESG.

L'Unione Europea è intervenuta attraverso puntuali provvedimenti normativi, atti a promuovere il necessario livello di trasparenza, accuratezza e standardizzazione dell'informazione ESG. Tuttavia, il quadro normativo di riferimento in materia di sostenibilità risulta ancora in fase evolutiva. Nel contesto di questo nuovo fenomeno, CONSOB è attore del cambiamento e opera con l'obiettivo di sostenere la transizione *green*, incentivando l'adozione da parte di tutti gli attori del settore finanziario di un approccio orientato alle considerazioni ESG, vigilando al fine del contrasto al *greenwashing* e promuovendo la necessaria attività di ricerca ed educazione finanziaria, come indicato nelle direttrici del Piano strategico attuale[349].

Anche sul fronte della sostenibilità, le linee di sviluppo sono dunque aperte e in rapida evoluzione, tuttavia la trasformazione del sistema finanziario, non solo domestico, appare già in stadio avanzato.

* * *

[346] *Ibid*, pp. 17 ss.

[347] Cfr. Ferrarini e Siri (2023), pp. 10 ss.

[348] A tal riguardo, Borsa Italiana dal 2017 redige un elenco di obbligazioni ("Lista dei Green e Social Bonds"), negoziate sui mercati MOT ed ExtraMOT, incluso il segmento professionale.

[349] La CONSOB partecipa al Tavolo di coordinamento sulla finanza sostenibile, istituito nel 2022, volto ad agevolare il confronto fra le istituzioni partecipanti e a promuovere il dialogo con gli *stakeholders* su tematiche afferenti alla finanza sostenibile, nonché favorire attività di studio, indagine, raccolta dati, educazione, sensibilizzazione e comunicazione, CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2022*, Roma 2023, p. 144.

La storia della CONSOB descritta in questo volume si ferma al mese di marzo 2024,
ma è una storia che continuerà alla luce dei grandi cambiamenti in corso
per supportare la crescita economica, l'innovazione tecnologica e lo sviluppo sostenibile del Paese.

Il Presidente della Repubblica Sergio Mattarella con il Presidente della CONSOB Paolo Savona

Appendice 1 L'EVOLUZIONE DEL CONTESTO
Appendice 2 L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

FIGURA A1.1 – Società quotate su Borsa Italiana per sedi di negoziazione

(dati di fine periodo)

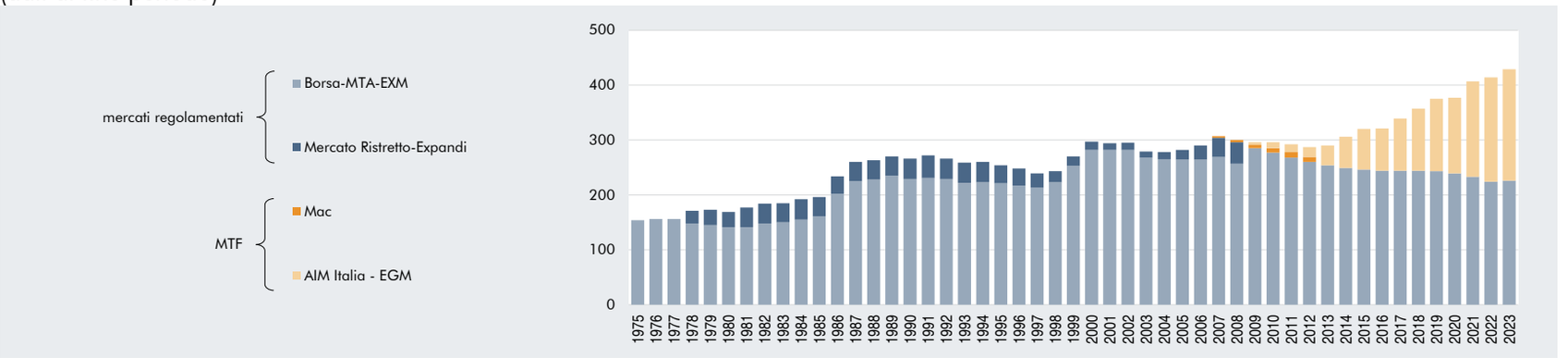
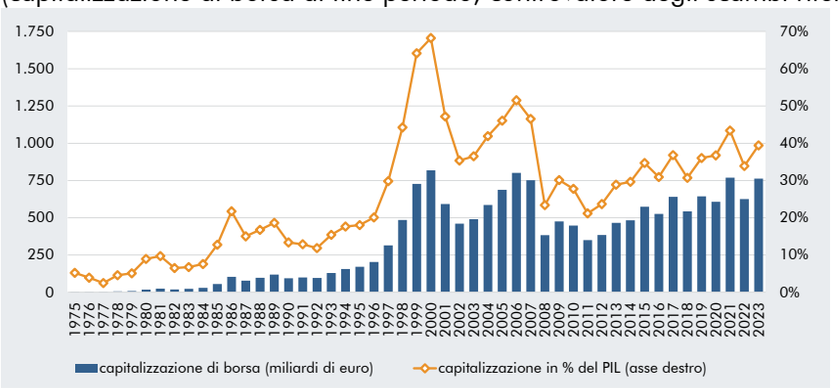


FIGURA A1.2 – Capitalizzazione di borsa e controvalore degli scambi

(capitalizzazione di borsa di fine periodo; controvalore degli scambi riferito all'intero anno)



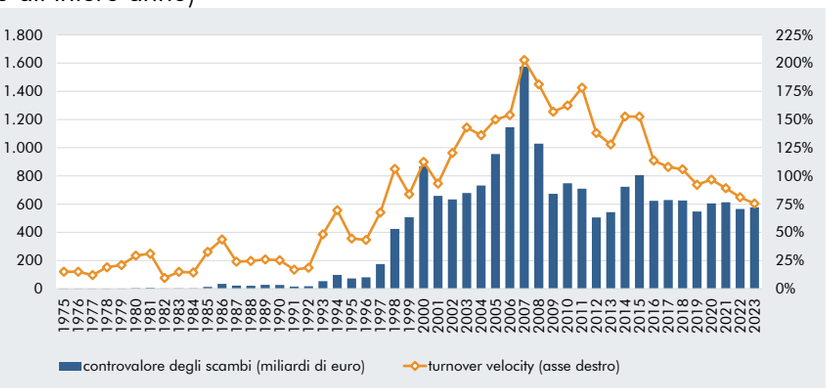
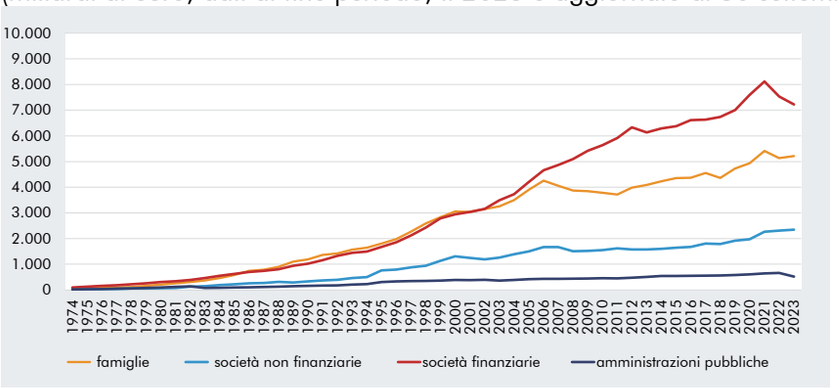


FIGURA A1.3 – Attività finanziarie per settore istituzionale

(miliardi di euro; dati di fine periodo; il 2023 è aggiornato al 30 settembre)



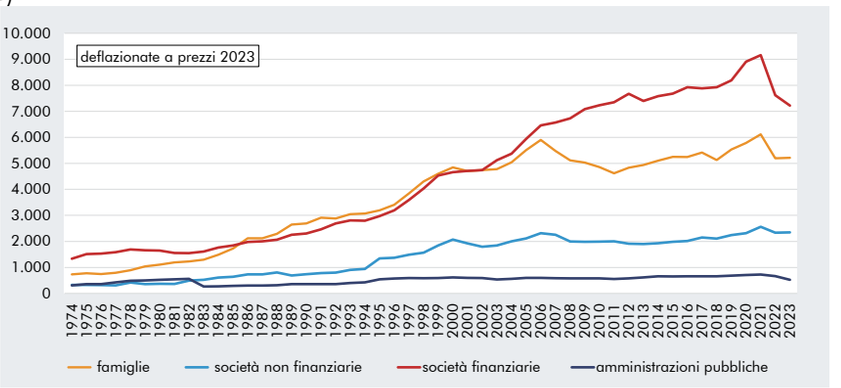
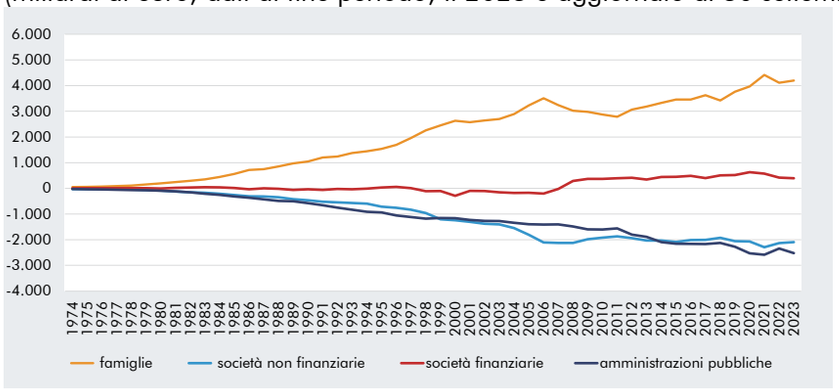


FIGURA A1.4 – Ricchezza finanziaria netta per settore istituzionale

(miliardi di euro; dati di fine periodo; il 2023 è aggiornato al 30 settembre)



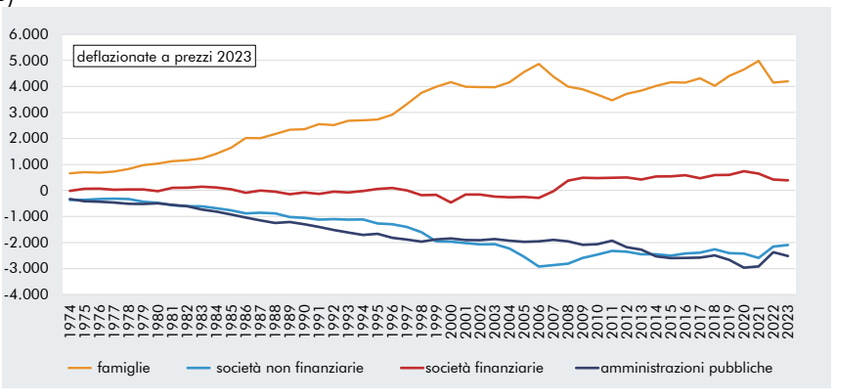
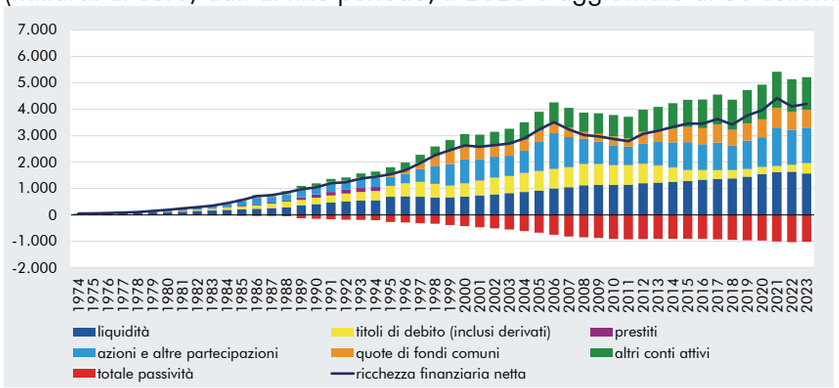


FIGURA A1.5 – Composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie

(miliardi di euro; dati di fine periodo; il 2023 è aggiornato al 30 settembre)



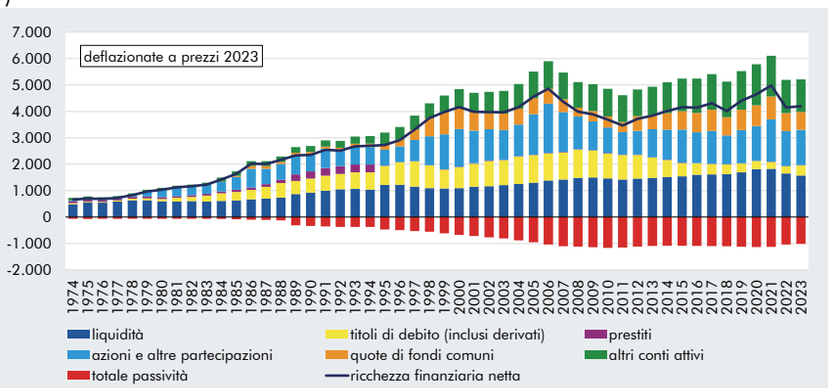
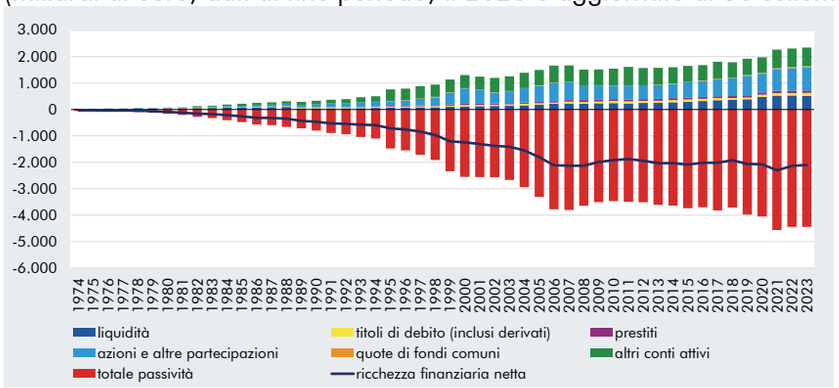


FIGURA A1.6 – Composizione della ricchezza finanziaria delle società non finanziarie

(miliardi di euro; dati di fine periodo; il 2023 è aggiornato al 30 settembre)



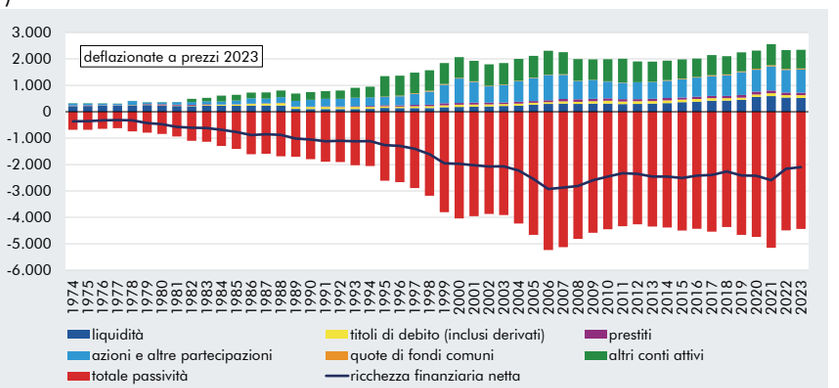


FIGURA A1.7 – Ripartizione delle attività finanziarie delle famiglie nei decenni

(dati di fine periodo; il 2023 è aggiornato al 30 settembre)

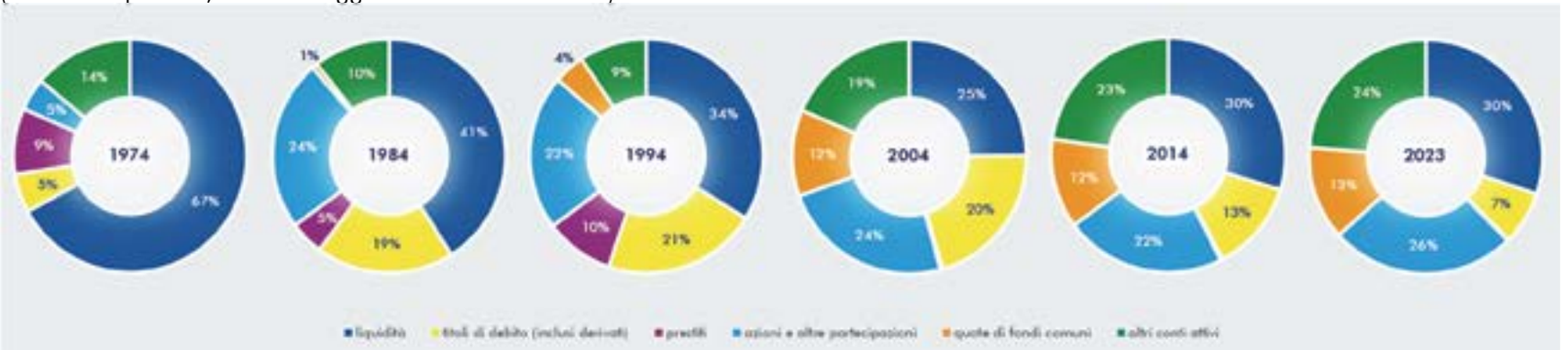


FIGURA A1.8 – Ripartizione delle attività finanziarie delle società non finanziarie nei decenni

(dati di fine periodo; il 2023 è aggiornato al 30 settembre)

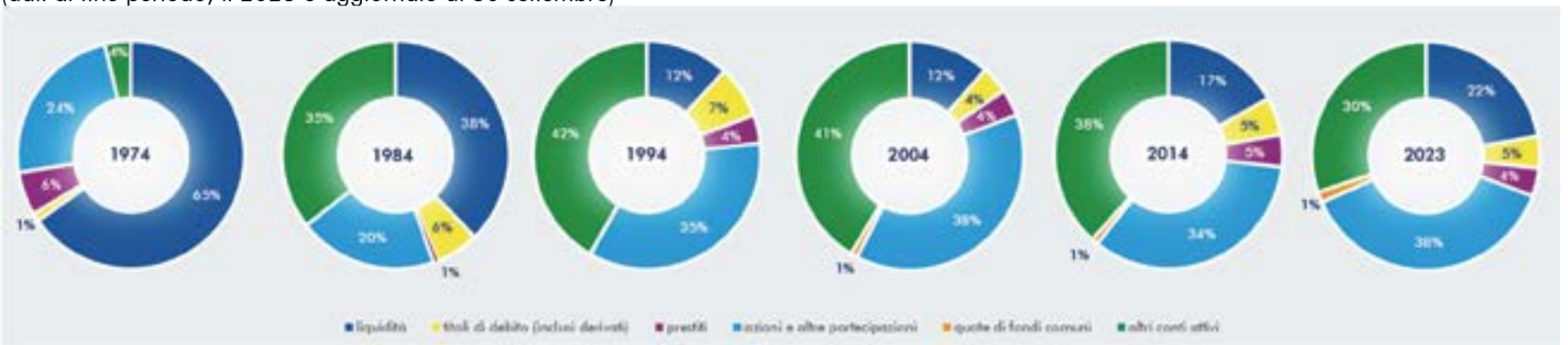
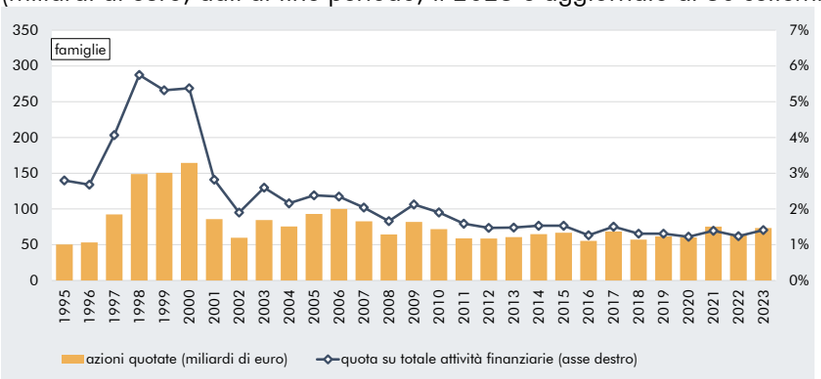


FIGURA A1.9 – Azioni quotate detenute da famiglie e società non finanziarie

(miliardi di euro; dati di fine periodo; il 2023 è aggiornato al 30 settembre)



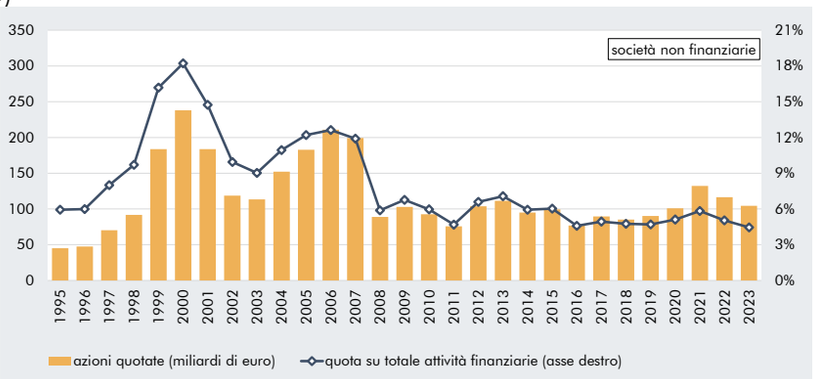
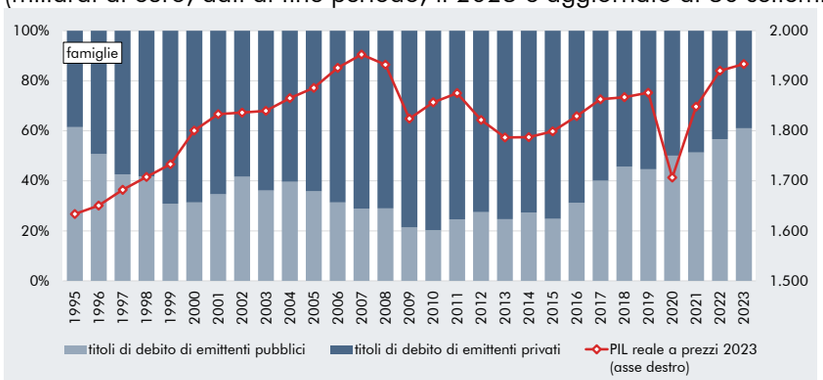
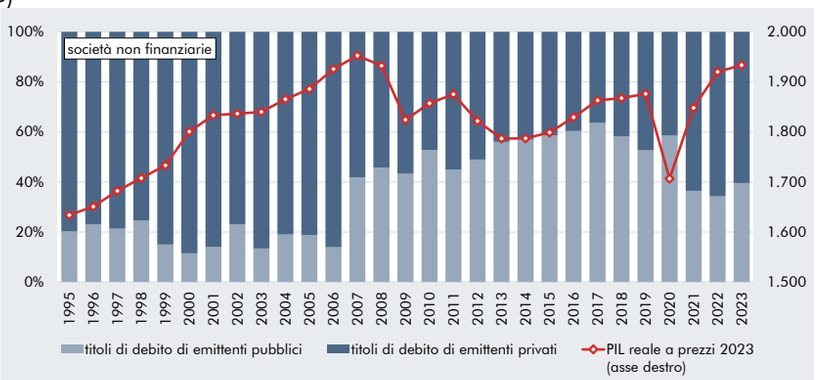


FIGURA A1.10 – Titoli di debito detenuti da famiglie e società non finanziarie e PIL reale
(miliardi di euro; dati di fine periodo; il 2023 è aggiornato al 30 settembre)





* * * * *

NOTE METODOLOGICHE

L'attività finanziaria ***liquidità*** comprende le categorie ***biglietti e monete*** e depositi. Per le società finanziarie, in particolare per le istituzioni finanziarie monetarie, tale attività include anche l'***oro monetario*** e i ***diritti speciali di prelievo***.

L'attività finanziaria ***titoli di debito*** è la somma di ***titoli a breve*** e ***a medio/lungo termine*** e ***derivati***.

L'attività finanziaria ***prestiti*** è la somma di ***prestiti a breve*** e ***a medio/lungo termine***.

L'attività finanziaria ***altri conti attivi*** include le ***riserve tecniche di assicurazione*** e i ***crediti commerciali***.

Il settore istituzionale ***famiglie*** è dato da ***famiglie*** e ***istituzioni*** senza ***scopo di lucro al servizio delle famiglie***.

Il settore istituzionale ***società finanziarie*** è la somma dei sottosettori ***istituzioni finanziarie monetarie***, ***altri intermediari finanziari***, ***ausiliari finanziari, imprese di assicurazione e fondi pensione.***

Il settore istituzionale ***amministrazioni pubbliche*** è la somma dei sottosettori ***amministrazioni centrali, amministrazioni locali, enti di previdenza e assistenza sociale.***

Per deflazionare la serie storica della capitalizzazione di borsa (FIGURA A1.2) è stato utilizzato il deflatore del PIL con base 100 nell'anno 2023.

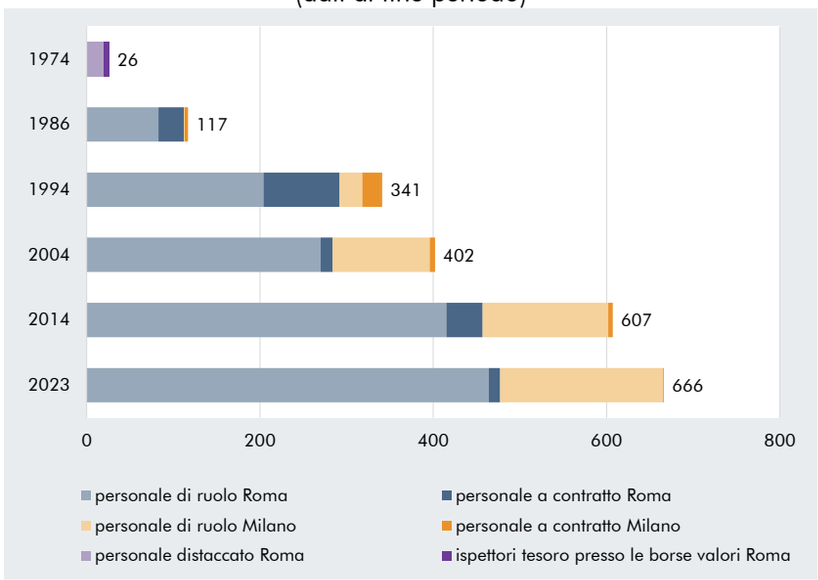
Per deflazionare le serie storiche delle attività finanziarie è stato utilizzato l'Indice dei prezzi al consumo relativo al mese di dicembre di ciascun anno.

Fonte dei dati delle consistenze delle attività finanziarie: Base dati statistica on line (BDS) della Banca d'Italia – sezione Conti finanziari.

Altre fonti: Borsa Italiana, ISTAT.

2.1 – L'evoluzione dell'organico

numero dipendenti in servizio
(dati di fine periodo)



riferimento normativo	numero massimo di dipendenti
d.l. 95/1974	personale dell'amministrazione dello Stato, dipendenti di enti pubblici e non più di 20 esperti a contratto
d.p.c.m. 23/10/1976	120 (+20 ausiliari)
legge 281/1985	200 (150 ruolo + 50 contrattisti)
d.l. 233/1986	215 (165 ruolo + 50 contrattisti)
legge 230/1988	215
d.l. 417/1991	475 (350 ruolo + 125 contrattisti)
legge 662/1996	450
legge 62/2005	600
d.l. 32/2005	615 (+15 contrattisti)
decreto MEF 30/4/2008	715
legge 122/2016	730 (+15 unità)

2.2 – I prospetti depositati

	prospetti equity e non-equity	prospetti fondi	*prospetti complessivi*
1974-1984	122	26	*198*
1985-1994	1.881	2.033	*3.914*
1995-2004	2.246	3.208	*5.454*
2005-2014	7.605	4.098	*11.703*
2015-2024	1.142	3.588	*4.730*

Decennio 1974-1984

Dal 1974 al 1977 non risultano prospetti depositati in CONSOB in quanto non previsto dalla normativa. Dal 1978 al 1982, tenuto conto della normativa in vigore, i prospetti sono relativi alle sole ammissioni a quotazione.

In particolare, dal 1977, anno in cui è stato istituito, accanto al mercato ufficiale (quello di Borsa), un secondo mercato regolamentato (Mercato ristretto), è stato introdotto l'obbligo di pubblicare, prima dell'inizio delle negoziazioni in tale mercato, un prospetto contenente dati e notizie sull'andamento e sulle prospettive della società. Tale prassi è stata seguita anche per l'ammissione sul listino ufficiale (Borsa).

Con la L. 77/1983 sono state ampliate le competenze della CONSOB. L'adempimento dell'obbligo di pubblicazione del prospetto, previa sottoposizione alla CONSOB, implica la possibilità che ne venga richiesta, in tale sede, la modifica o l'integrazione, in mancanza delle quali può essere sancito il divieto di eseguire l'operazione proposta.

Decennio 1985-1994

Dal 1990 si registra una riduzione marcata del numero di prospetti a seguito del crollo delle borse conseguente alla crisi del Golfo e delle scarse prospettive di una ripresa a breve termine dell'attività produttiva.

Decennio 1995-2004

Il 1° luglio 1998 è entrato in vigore il decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 (TUF).
Nel maggio 1999, è stato approvato il nuovo Regolamento emittenti, contenente le disposizioni in materia di sollecitazione all'investimento e di prospetto di quotazione. In particolare, dal 1° luglio 1999, anche gli aumenti di capitale relativi a società quotate mediante offerta in opzione ai soci sono sottoposti all'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo, pur in assenza del rilascio del nulla osta da parte della CONSOB.
Dal 2001 si è registrata una rilevante riduzione del numero dei prospetti, a causa della fase di difficoltà dei mercati finanziari che ha influito sull'attività di collocamento dei titoli, penalizzando soprattutto il settore delle ammissioni a quotazione di nuove società. La riduzione ha interessato anche le offerte di vendita di titoli quotati, che negli anni precedenti erano state alimentate soprattutto dalle operazioni connesse al processo di privatizzazione.
Il 31 dicembre 2003 è entrata in vigore la Direttiva 2003/71/CE sul prospetto che ha comportato l'abrogazione delle norme del TUF che consentivano l'esenzione dalla disciplina della sollecitazione all'investimento per le obbligazioni e gli altri prodotti offerti dalle banche (art. 100 del TUF). La nuova direttiva consente agli emittenti di titoli diversi dai titoli partecipativi (titoli *non-equity*) di richiedere l'approvazione del Prospetto ad autorità europee diverse da quella del Paese dove ha la sede legale, beneficiando del regime di passaporto europeo. Ciò ha accentuato la delocalizzazione delle emissioni di titoli *non-equity* in altri paesi europei.

Decennio 2005-2014

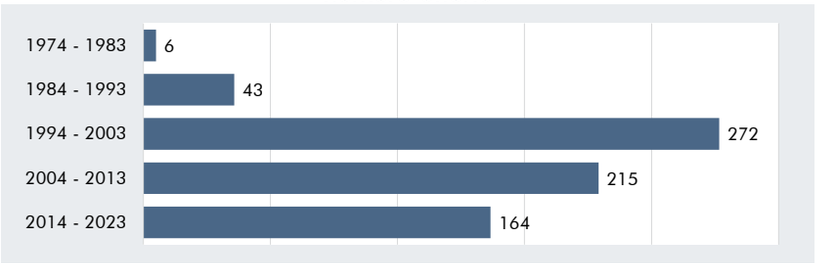
Il forte incremento del numero dei prospetti è da ricondurre essenzialmente all'entrata in vigore della disciplina prospetto (Direttiva Prospetto 2003/71/CE e la legge dell'8 dicembre 2005, n. 262, recante interventi per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari), che assoggetta le obbligazioni bancarie alle norme sulla sollecitazione. Infatti, con il recepimento della Direttiva Prospetto e la riforma del risparmio è stato abrogato l'art. 100, comma 1, lett. f) del TUF, che esentava dalla disciplina sulla sollecitazione i prodotti finanziari, diversi dalle azioni e dai titoli equivalenti alle azioni, emessi da enti creditizi.
Con riferimento alle operazioni di quotazione, le tensioni legate alla crisi dei mutui subprime, emerse negli ultimi mesi del 2007, hanno accentuato la volatilità dei mercati finanziari, inducendo talune società a sospendere temporaneamente il processo di quotazione.

Decennio 2015-2024

Il Regolamento (UE) 2017/1129 ha sostituito la Direttiva 2003/71/CE e le relative misure di attuazione, introducendo disposizioni di diretta applicazione negli Stati membri.
Nel 2016 le emissioni di prodotti finanziari non-equity di emanazione bancaria si è sostanzialmente dimezzata rispetto al 2015. Gli emittenti bancari (e gli investitori) si sono orientati, dunque, verso forme di raccolta (e investimento) diverse dal tradizionale strumento obbligazionario, anche in ragione dei bassi tassi di mercato e della sopravvenuta ammissibilità di tali strumenti alle procedure di *bail-in* in caso di crisi dell'ente creditizio emittente. Analoghe dinamiche hanno caratterizzato anche il segmento degli strumenti finanziari derivati cartolarizzati (*certificates e covered warrants*), che registra una flessione pari a circa il 50% rispetto al precedente periodo.
A partire dal 2019, il calo dei prospetti è imputabile essenzialmente agli effetti del processo di riforma delle Banche di Credito Cooperativo (BCC), avviato con la legge n. 49 dell'8 aprile 2016, come modificata dall'art. 11 del d.l. 91/2018. Il processo di riorganizzazione del settore delle BCC ha dato luogo alla costituzione dei due nuovi grandi gruppi bancari cooperativi.
Nel 2020 si sono registrati gli effetti della pandemia, che ha indotto alcune società a rinunciare o a rinviare il processo di ammissione a quotazione e ha comportato una forte contrazione del collocamento di prodotti bancari.
Nel 2021 si avviano le sperimentazioni per l'innovazione dei procedimenti di vigilanza su prospetti attraverso l'uso di strumenti di intelligenza artificiale.

2.3 – Le offerte pubbliche di acquisto e/o scambio

numero offerte



Dall'istituzione della CONSOB e sino al mese di dicembre 2023 sono state esaminate/approvate dalla CONSOB 700 operazioni relative a OPA /OPS/OPAS (incluse offerte residuali ai sensi della legge n. 149/92 e obblighi di acquisto ai sensi dell'art. 108 del TUF).
Sulla base dei dati riportati nelle Relazioni annuali dell'Istituto (disponibili a partire dall'anno 1975), la prima offerta pubblica esaminata dalla CONSOB risale all'anno 1977.

2.4 – Le impugnative di bilancio e i procedimenti ex art. 154-ter, comma 7 del TUF

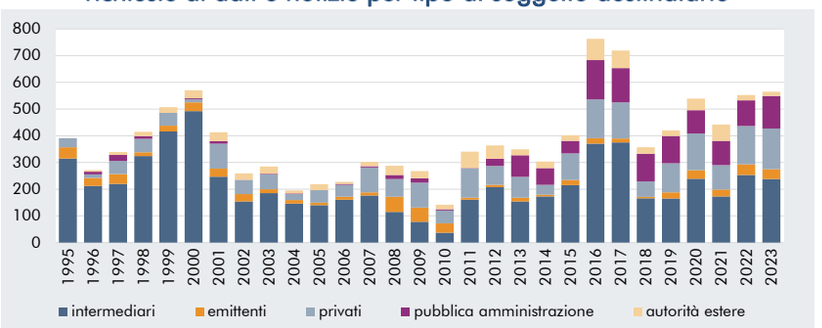
	impugnative bilancio	procedimenti 154-ter (*)
1974-1984	0	0
1985-1995	11	0
1995-2004	12	0
2005-2014	18	26
2015-2023	2	13
1974-2023	43	39

(*) Comprendono i procedimenti avviati e non conclusi e i procedimenti conclusi con delibera.

Dall'istituzione della CONSOB e sino al mese di dicembre 2023 sono state effettuate 43 impugnative di bilancio e sono stati aperti 39 procedimenti ex art. 154-ter, comma 7 del TUF.
Sulla base dei dati riportati nelle Relazioni annuali dell'Istituto (disponibili a partire dall'anno 1975), la prima impugnativa di bilancio risale all'anno 1985. Il primo procedimento ex art. 154-ter, comma 7, invece, è stato aperto nel 2009 (tenendo conto che tale potere è stato attribuito alla CONSOB dal decreto legislativo 6 novembre 2007, n. 195, che ha recepito in Italia la Direttiva 2004/109/CE, e poteva essere esercitato a partire dalle relazioni finanziarie relative a esercizi, semestri e periodi aventi inizio dalla data successiva a quella di entrata in vigore del decreto, intervenuta il 24 novembre 2007).

2.5 – Gli abusi di mercato

richieste di dati e notizie per tipo di soggetto destinatario

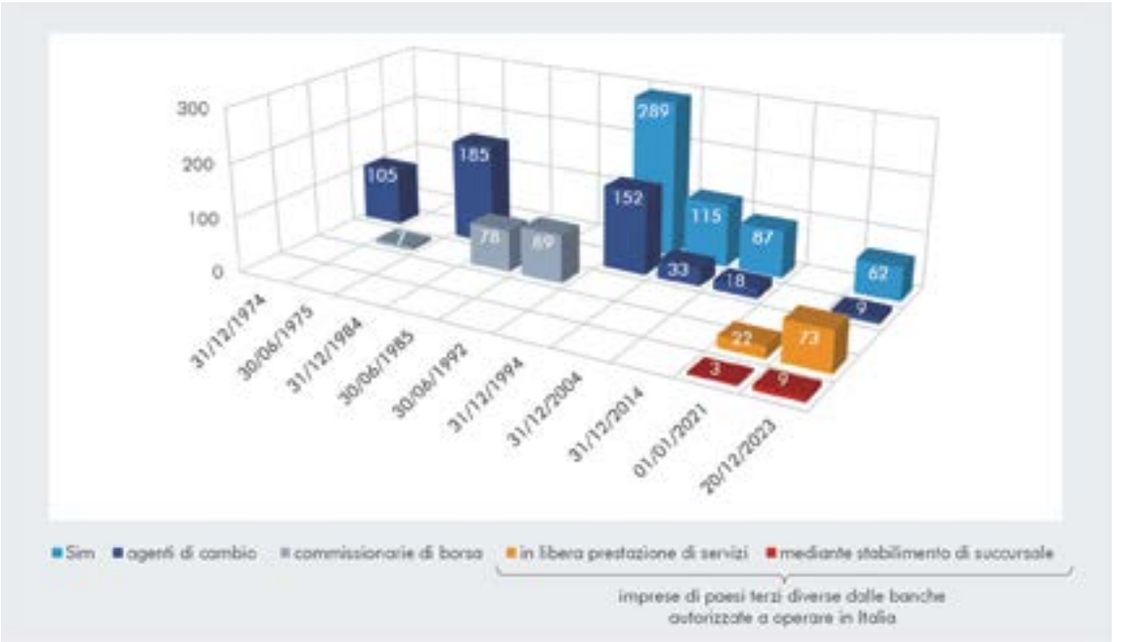


Dopo l'introduzione del reato di *insider trading* nel 1991 e l'avvio sistematico, anche dal punto di vista organizzativo, dell'attività di indagine da parte della CONSOB, dal 1995 la vigilanza sui fenomeni di abuso di mercato ha assunto particolare rilevanza.

Nel 1994 è stato istituito a Milano l'Ufficio Insider Trading e nel 1995, a meno di 4 anni dalla legge, la CONSOB ha inoltrato quasi 400 richieste di dati e notizie, rivolte prevalentemente a intermediari, nell'ambito di indagini per abusi di mercato. In seguito, si è registrato un primo picco di richieste nel 2000 (quasi 600) e un secondo picco nel biennio 2016-2017 (quasi 1.500 richieste complessive). Negli ultimi 5 anni il dato si è assestato su una media di circa 500 richieste l'anno. Il numero di richieste agli intermediari ha subito una significativa riduzione a seguito dell'implementazione negli ordinamenti nazionali della MiFID II, dal 2018, grazie alla quale i dati sull'identificazione del committente finale delle operazioni sono – in molteplici casi, non in tutti – a disposizione delle autorità di vigilanza competenti, tramite il flusso del *transaction reporting*. Va ricordato anche che, nell'ambito delle indagini, la CONSOB svolge attività ispettive e audizioni di persone fisiche.

2.6 – La vigilanza sugli intermediari non bancari

numero intermediari



Dall'inizio del secolo e fino alla legge 2 gennaio 1991, n. 1 (c.d. legge SIM), solo gli agenti di cambio erano abilitati a negoziare alle grida di borsa, agendo esclusivamente in qualità di broker per conto dei clienti. Le commissionarie di borsa erano invece autorizzate ad accedere fisicamente ai cc.dd. anti-recinti delle grida e da lì trasmettere ordini di negoziazione agli agenti di cambio.

Prima del 1991, il numero di agenti di cambio e commissionarie di borsa era cresciuto costantemente arrivando ad oltre 250 soggetti a fine anni '80 (più di 180 agenti di cambio e quasi 80 commissionarie).

Con la legge SIM, la figura delle commissionarie di borsa, abilitata ad operare fino a dicembre 1992, scomparve del tutto. Anche gli agenti di cambio operativi, cioè iscritti al c.d. "ruolo unico", divennero progressivamente sempre meno a partire dai primi anni 2000, per estinguersi nel corso del 2012. Oggi, solo 9 persone mantengono la qualifica di agente di cambio iscritto nel c.d. "ruolo speciale" e svolgono funzioni di socio, amministratore, sindaco, dirigente, dipendente o collaboratore in società di intermediazione.

La legge SIM rivoluzionò infatti il sistema dell'intermediazione mobiliare, introducendo per la prima volta nel nostro ordinamento la figura di intermediari polifunzionali specializzati (le SIM), abilitati allo svolgimento di tutte le attività di intermediazione mobiliare, tra cui la negoziazione in conto proprio o in conto terzi, il collocamento e la distribuzione di valori mobiliari, la gestione di patrimoni individuali e la raccolta ordini.

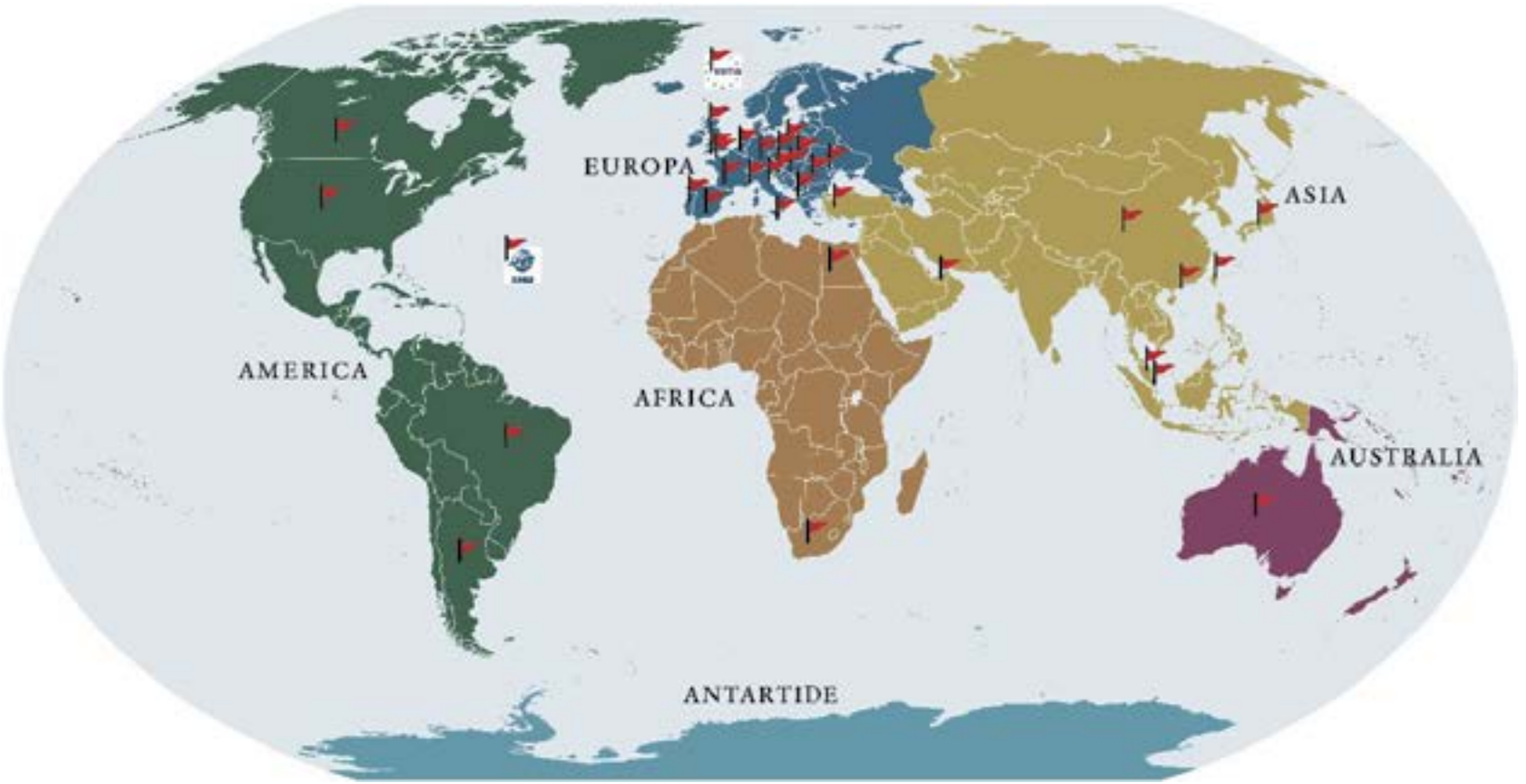
Nei primi anni successivi alla legge, le SIM raggiunsero il picco di quasi 300 soggetti autorizzati, iscritti nell'albo tenuto dalla CONSOB, ma a partire dalla seconda metà degli anni '90, anche il numero delle SIM si è costantemente ridotto fino ad arrivare a 61 a fine dicembre 2023.

La riduzione del numero delle SIM è da attribuirsi principalmente al processo di riorganizzazione e concentrazione del settore, soprattutto attraverso trasformazioni e incorporazioni in banche o società di gestione del risparmio (SGR), avvenuto a seguito dell'entrata in vigore del decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di attuazione delle cc.dd. "direttive Eurosim".

La crescita del numero di imprese di investimento di paesi terzi, autorizzate ad operare in Italia dalla CONSOB, arrivato a 82 a fine dicembre 2023, è invece molto più recente ed è un effetto diretto della Brexit. Oggi, di queste imprese, 73 sono abilitate ad operare solo in libera prestazione di servizi (quindi, soltanto nei confronti di controparti qualificate e di clienti professionali di diritto) e 9 sono abilitate ad operare mediante stabilimento di succursale (e quindi anche nei confronti di clienti professionali su richiesta e clienti al dettaglio).

2.7 – Gli accordi di cooperazione internazionale sottoscritti dalla CONSOB

1993	Stati Uniti	Securities Exchange Commission (S.E.C.)
	Argentina	Comisión Nacional De Valores
1994	Francia	Commission Des Opérations De Bourse (C.O.B.)
	Belgio	Comission Bancaire et Financière (CBF)
	Spagna	Comisión Nacional del Mercado de Valores
	Canada	Ontario Securities Commission
1995	Stati Uniti	Commodity and Futures Trading Commission (C.F.T.C.)
	Regno Unito	HM Treasury e Financial Services Authority
1996	Malta	Malta Financial Service Center - Intesa per il mantenimento della confidenzialità delle informazioni scambiate
	Brasile	Comissão de Valores Mobiliários
	Portogallo	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
1997	Hong Kong	Securities & Futures Commission (SFC)
	Repubblica Federale Tedesca	Bundesaufsichtsamt für den Wertapapierhandel (Bawe)
	Taiwan	Securities and Futures Commission (SFC)
1998	Ungheria	Hungarian Banking and Capital Market Supervision
	Australia	Australian Securities and Investments Commission
1999	Cina	China Securities Regulatory Commission
2000	Polonia	Komisja Papierów Wartonsciowych i Gield
	Albania	Albanian Securities Commission
2001	Turchia	Turkish Capital Market Board
	Repubblica Ceca	Czech Securities Commission
2002	Guernsey	Guernsey Financial Services Commission
	Slovenia	Securities Market Agency of Slovenia
	South Africa	Financial Services Board of South Africa
2003	Repubblica di San Marino	Ispettorato per il Credito e le Valute
	Jersey	Services Commission Jersey Financial
	Repubblica Slovacca	Financial Market Authority
	IOSCO	Multilateral Memorandum of Understanding MMoU
	Malesia	Malaysian Securities Commission
	Romania	CNVM
	Principato di Monaco	Commission de contrôle de la gestion de portefeuilles et des activités boursières assimilées
2004	Egitto	Egypt Capital Market Authority
	Singapore	Monetary Authority
2005	Repubblica di Moldova	National Securities Commission of the Republic of Moldova
2007	Regno Unito	Financial Services Authority (FSA)
2010	Regno Unito	Financial Services Authority (FSA) e Banca d'Italia
2013	Francia	Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) - Banque de France (BDF) - Autorité des marchés financiers (AMF) e Banca d'Italia
	Dubai	Dubai Financial Services Authority (DFSA)
2014	ESMA	Orientamenti sugli accordi di cooperazione e sullo scambio di informazioni - Multilateral Memorandum of Understanding on Cooperation Arrangements and Exchange of Information
2019	IOSCO	Accordo sullo scambio di dati personali con autorità di paesi terzi ai sensi dello IOSCO MMoU
2020	Stati Uniti	Commodity and Futures Trading Commission (C.F.T.C.)
	Regno Unito	Financial Conduct Authority e Autorità dello Spazio Economico Europeo
	Stati Uniti	Securities Exchange Commission (S.E.C.)
	Giappone	Japan Financial Services Agency (JFSA)
2021	Canada	AMF (Québec)
2022	BCE	Protocollo d'intesa sulla cooperazione fra la BCE e la CONSOB
2023	Stati Uniti	PCAOB (Public Company Accounting Oversight Board) - Accordo in materia di audit


EUROPA
ASIA
AMERICA
AFRICA
AUSTRALIA
ANTARTIDE

ACERBI, G.
2016 *La società per azioni: introduzione storica,* in Le società per azioni, Codice civile e norme complementari. Diretto da P. Abbadessa e G. Portale, Milano, Giuffrè, 2016

AGANIN, A. E VOLPIN, P.
2003 *History of corporate ownership in Italy*, ECGI Finance Working Paper, n. 17/2003

ALVARO, S., CICCAGLIONI, P. E SICILIANO, G.
2013 *L'autodisciplina in materia di corporate governance: Un'analisi dell'esperienza italiana*, Quaderni giuridici Consob, n. 2/2013.

ANNUNZIATA, F.
1993 *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, EGEA, 1993,
2023 *La disciplina del mercato dei capitali*, XII ed., Torino, Giappichelli, 2023

ANNUNZIATA, F., CHISARI, A. E AMENDOLA, P. R.
2022 *DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives under the DLT Pilot Regime,* Bocconi Legal Studies Research Paper n. 4344803/2023, disponibile presso SSRN: https://ssrn.com/abstract=4344803

ASCARELLI, T.
1956 *I problemi delle società anonime per azioni,* in *Riv. soc.*, 1956.

ASSOGESTIONI
2016 *La storia del risparmio,* 2016, disponibile presso: https://www.assogestioni.it/articolo/la-storia-del-risparmio

AA. VV.
1968 *La riforma delle società di capitali in Italia: studi e dibattiti: atti del Convegno internazionale di studio sulla riforma della società per azioni*, Venezia, 6-7-8 ottobre 1966 a cura di Francesco Fenghi e Alberto Santa Maria, Milano, 1968

BAIA CURIONI, S.
1995 *Regolazione e competizione*, Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938), Bologna, Il mulino, 1995

BANCA D'ITALIA
2022 *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, Roma, 2022, disponibile presso: bandcaditalia.it

BARCA, F.
1997 (a cura di F. Barca) *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi*, Roma, Donzelli editore, 1997.

BARTALENA, A.
1993 *Insider trading*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Vol. 10* Torino, UTET, 1993

BEBCHUK, L.
1994 *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, in 109 *Quarterly Journal of Economics*, 1994

BELCREDI, M., FAVERZANI, L. E SIGNORI, A.
2023 *Così non fan tutte: An analysis of Italian companies moving abroad*, FIN-GOV Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance, 2023, accessibile presso: https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-

BIANCHI, M., CIAVARELLA, A., ENRIQUES, L., NOVEMBRE, V. E SIGNORETTI R.
2014 *Regolamentazione e auto-regolamentazione delle operazioni con parti correlate. Un'analisi empirica*, Quaderni di finanza Consob, n. 75/2014

BORRELLO, I., CASSESE, E., GNES, M. E VESPERINI, G.
2021 *Il controllo sui mercati finanziari,* in La nuova costituzione economica, VI ed., a cura di S. Cassese, Roma, Laterza, 2021

Borsa Italiana S.p.A.
2000 *La Borsa nel 2000*, in Fatti & Cifre della Borsa Italiana, Milano, 2000
2001a *Le innovazioni dei mercati gestiti da Borsa Italiana*, in Fatti & Cifre della Borsa Italiana, Milano, 2001
2001b *Il consiglio di amministrazione di borsa italiana spa esamina il progetto di quotazione della società, Nota stampa, 2001*, disponibile presso borsaitaliana.it

Buckley, R.P., Arner D.W., e Zetzsche, D.A.
2023 *FinTech: Finance, Technology and Regulation,* Cambridge, Cambridge University press, 2023

Buonomo, D.
1977 *Il controllo pubblico sulle società nei compiti della Commissione nazionale per la società e la borsa*, in *Riv. soc.*, 1977
1985 *Borsa valori e mercato ristretto: le condizioni di ammissione*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 3, 1985, I,

Busch, D.
2022 (a cura di) *Liability of Financial Supervisors and Resolution Authorities*, Danny Busch, Christos Gortsos, and Gerard McMeel QC (eds.), Oxford, OUP, 2022,

Busch, D. e Ferrarini, G.
2017 *Who's afraid of MiFID II: an introduction,* in Regulation of EU Financial Markets MiFID2 and MiFIR, D. Busch e G. Ferrarini (eds.), Oxford, OUP, 2017,

Caianiello, V.
1974 *Profili pubblicistici della Commissione nazionale per la Società e la Borsa*, in *Impresa, ambiente e Pubblica amministrazione*, 1974

Carbonetti, F.
1993 *Commissione nazionale per la società e la borsa (Consob)*, in *Enc. giur. Treccani*

Cardi, E.
1998 *La Consob come istituzione. Note sulla soggettività giuridica della Consob*, in Aa.Vv., *Scritti in onore di Massimo Severo Giannini*, Vol. III, Milano, 1998

Carli, G.
1977 *Sviluppo economico e struttura finanziaria in Italia*, Il Mulino, Bologna 1977

Cassese, S.
1994 *La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa - Consob e i poteri indipendenti*, in *Riv. soc.* 1994
2021 *La nuova costituzione economica*, in La nuova costituzione economica, VI ed., a cura di S. Cassese, Roma, Laterza, 2021

Cavallo, B.
2006 *Dissesti finanziari e sistema istituzionale: il ruolo delle autorità di controllo*, in Mercato finanziario e tutela del risparmio, F. Galgano e G. Visintini (a cura di), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Vol. 43, Padova, CEDAM, 2006

Cavazzuti, F.
2000 *La Consob e la regolazione dei mercati finanziari*, in *Quaderni di Finanza*, n. 38/2000, accessibile sul sito: consob.it.
2015 *Bricolage nei quarant'anni della Consob e dintorni*, in *Moneta e Credito*, Vol. 68, 2015

Cera, M.
1986 *La Consob*, Milano, Giuffrè, 1986
1993 *L'intermediazione in valori mobiliari: dall'agente di cambio alla SIM*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Vol 10*, Torino, UTET, 1993,

Coffee, J.
2001 *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law and the State in the Separation of Ownership and Control'* (2001) 111 Yale L. J. 1, 7.

Coltorti, F.,
2011 *Borsa, territorio e sviluppo economico (1861-2011)*, in *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, a cura di CONSOB

Coltro Campi, C.
1977 *Prime osservazioni sulla nuova disciplina del mercato ristretto*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 4, 1977, I

Comitato Lamfalussy
2001 *Final Report of the Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets*, Brussels, 2001

Commissione UE

1985 *Il completamento del mercato interno: Libro bianco della Commissione per il Consiglio europeo,* Milano, 28-29 giugno 1985, disponibile presso: eur-lex.europa.eu

1999 *Attuazione del quadro di azione per i servizi finanziari: Piano d'azione,* COM(1999) 232 (11 maggio 1999)

2015 *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 468 final (30 settembre 2015);

2016 *Unione dei mercati dei capitali - Accelerare le riforme*, COM(2016) 601 final (14 settembre 2016).

2017A *Comunicazione sulla revisione intermedia del Piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali,* COM/2017/0292 final (8 giugno 2017)

2017B *Intensificare la vigilanza integrata per rafforzare l'Unione dei mercati dei capitali e l'integrazione finanziaria in un contesto in evoluzione,* COM/2017/542 final (20 dicembre 2017).

2018 *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile,* COM/2018/97 final (8 marzo 2018)

2020A *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, COM/2020/590 final (24 settembre 2020)

2020B *Comunicazione relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE,* COM/2020/591 final (24 settembre 2020).

2021 *Strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile*, COM/2021/390 final (6 luglio 2021)

Consob

1985 *Riorganizzazione del mercato borsistico*, Roma, 1985

1987 *Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico*, Roma, 1987

2000 *La Consob come autorità amministrativa indipendente*, Audizioni parlamentari del Presidente della Consob L. Spaventa, in Quaderni di Finanza Consob, n. 42/2000

2022 *Piano strategico 2022-2024,* disponibile presso: consob.it

2023 *Piano strategico 2022-2024 (aggiornato a dicembre 2023),* disponibile presso: consob.it

Costi, R.

2013 R. Costi, *Il Mercato mobiliare*, VIII ed., Torino, Giappichelli, 2013

CPMI-IOSCO

2012 *Principles for financial market infrastructures,* 2012, disponibile presso: bis.org

Davies, H.

2012 *Unfinished Business: An Assessment of the reforms,* in *Financial Regulation and Supervision, a post crisis analysis*, G. Ferrarini E. Wymeersch e K. Hopt (eds.), Oxford, OUP, 2012.

Di Noia, C.

1999 T*he stock-exchange industry: network effects, implicit mergers, and corporate governance,* in Quaderni di Finanza Consob n. 33/1999

Di Noia, C. e Filippa, L.

2021 *Looking for new lenses: How regulation should cope with the financial market infrastructures evolution*, in *Financial Markets Infrastructures,* J. Binder e P. Saguato (eds.), Oxford, OUP, 2021.

Di Noia, C. e Furlò, M.C.

2012 *The new structure of financial supervision in Europe: What's next?,* in *Financial Regulation and Supervision. A post crisis analysis,* G. Ferrarini E. Wymeersch e K. Hopt (eds.), Oxford, OUP, 2012

Euronext (Euronext N.V.),

2022 *Universal registration document,* 2022, disponibile presso: euronext.com

Ferran, E.

2012 *Understanding the new Institutional Architecture*, in Financial Regulation and Supervision. A post crisis analysis, G. Ferrarini E. Wymeersch e K. Hopt (eds.), Oxford, OUP, 2012

Ferrarini, G.

1983 *Direttive comunitarie in tema di mercato mobiliare*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1983 I, 105 ss.

1993 *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni diretto* da G.E. Colombo e G.B. Portale, 10** *Società per azioni e mercato mobiliare*, Torino, UTET, 1993.

1998 *La riforma dei mercati finanziari e il testo unico*, in *La Riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, Edibank 1998

1998 (a cura di) *European Securities Markets, The Investment Services Directive and Beyond*, a cura di G. Ferrarini, Kluwer, 1998
2004 (a cura di) *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter e E. Wymeersch (eds.), Oxford, OUP, 2004.
2005 *Corporate Governance Changes in the 20th Century: A View from Italy*, ECGI - Law Working Paper No. 29/2005.
2018 *Il Testo Unico della Finanza 20 anni dopo*, in *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union?'* Atti del convegno Banca d'Italia - Consob Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018, in Quaderni giuridici Consob, n. 21/2019

Ferrarini, G. e Giudici, P.
2006 *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Riv. Soc.*, 2006, pp. 573-632.

Ferrarini, G. e Siri, M.
2023 *Stewardship and ESG in Europe*, ECGI Law Working Paper n. 743/2023, disponibile presso: ecgi.global.

Ferri, G.
1974 *Il decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95 e le modificazioni apportate con la legge di conversione*, in *Riv. dir. comm.*, 1974
1976 *La riforma delle società per azioni secondo la legge 7 giugno 1974 n. 216 e i decreti legislativi 31 marzo 1975, nn. 136,137 e 138*, Torino, UTET, 1976

Fortunato, S.
1980 *Ammissione delle azioni alla quotazione ufficiale di borsa e «organo sociale competente»*, in *Riv. soc.*, 1980

Freni, E.
2021 *Le privatizzazioni*, in La nuova costituzione economica, VI ed., a cura di S. Cassese, Roma, Laterza, 2021

Gasparri, G.
2017 *I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea: Quadro di sintesi e problemi aperti*, Quaderni giuridici Consob, n. 12/2017

Gortsos, C.
2022 *The foundation of the European Capital Markets Union (CMU): From the 2015 to the 2020 CMU Action Plan and Their Implementation* (January 9, 2022). disponibile presso: SSRN.com

Gruppo de Larosière
2009 *Report of the high-level group on financial supervision in the EU*, chaired by Jacques de Larosière, 2009 (disponibile presso: ec.europa.eu.

Gruppo Giovannini
2001 *Report: Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union*, 2001
2003 *Report: EU clearing and settlement arrangements, 2003*

Intermonte-Politecnico di Milano
2022 *Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana*, Quaderni di ricerca Intermonte, n. 6/2022

Kynaston, D.
2022 *The City of London*, Vol. IV, *A Club No More (1945 - 2000)*, Will Sulkin (ed.), Londra, Pimlico, 2022,

La Malfa, G.
1981 *Quale programma per la sfida degli anni '80*, in Aa.Vv., *Il Sistema creditizio tra mercato e controlli*, ICEB, 1981

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A. e Vishny, R.W.
1998 *'Law and Finance'* (1998) 106 J. Pol. Ec. 1113,
1999 *'Corporate Ownership Around the World'* (1999) 54 J. Fin. 471

Lamfalussy, A.
1972 *I mercati finanziari europei*, Torino, Einaudi, 1972

Landi, G.
1975 *Consob (Legge 7 giugno 1974, n. 216)*, in *Riv. soc.*, 1975.

Lener, R.
1993 *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 10*, Torino, UTET, 1993

Libonati, B.
1985 *La quarta Consob*, in *Riv. soc.*, 1985

Linciano, N., Cafiero, E., Ciaravella, A., Di Stefano, G., Levantini, E., Mollo, G., Nocella, S., Santamaria, R. e Taverna, M.
2021 *La finanza per lo sviluppo sostenibile: Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro*

regolamentare dell'Unione europea, Quaderni di Finanza sostenibile CONSOB, giugno 2021, disponibile: consob.it

LSE (London Stock Exchange)
2008 *Annual Report 2008,* 2008, disponibile presso: lseg.com
2012 *Annual Report 2012,* 2012, disponibile presso: lseg.com
2022 *Annual registration document 2022*, 2022, disponibile presso: lseg.com

Maineri, F.
2003 *La Consob come autorità indipendente*, in *Riv. dir. comm.*, n. 1, 2003,

Marchetti, P.
2011 *La regolamentazione delle società quotate,* in *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, a cura di CONSOB (2011)

Massera, A.
1988 *"Autonomia" e "indipendenza" nell'amministrazione dello Stato*, in *Scritti in onore di Massimo Severo Giannini*, III, Milano, Giuffrè, 1988

Minervini, G.
1989 *La Consob. Lezioni di diritto dei mercati mobiliari,* Napoli, Liguori, 1989

Moloney, N.
2018 *The Age of ESMA:* Governing EU financial markets, Oxford, Hart Publishing, 2018
2023 *EU Securities and Financial Markets Regulation*, IV, Oxford, OUP, 2023

OECD
2020 *Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, OECD Capital Market Series, 2020, disponibile presso: oecd.org

Padoa-Schioppa, A. e Marchetti, P.
1997 (con la collaborazione di G. Acerbi), *La società per azioni. Tra imprese e istituzioni. 100 anni di Assonime*, Vol. 4, Roma, Laterza

Pagano, M. e Volpin, P.
2001 *The Political Economy of Finance*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 17, 2001

Picco, F., Ponziani, V., Trovatore, G. e Ventoruzzo, M.
2021 *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019 Evidenze empiriche e spunti di discussione,* Discussion Papers CONSOB, n. 1/2021, disponibile presso: consob.it

Piga, F. e Segni, A.M.
1990 *Società e borsa (Commissione nazionale per le)*, in *Enc. dir.*, XLII, Milano, 1990

Pivato, G.
1983 *I «fondi comuni di investimento aperti» in Italia*, in *Riv. soc.*, 1983

Pivato, S.
1972 *Fattori per l'efficiente funzionamento tecnico della borsa valori e per la qualificazione e la diffusione dei servizi che essa produce*, in Aa.Vv., *La borsa valori. Funzioni ed efficienza dell'istituto nei moderni contesti economico-sociali*, Milano, Giuffrè, 1972

Politi, F.
1991 *Regolamenti delle amministrazioni indipendenti*, in *Enc. giur.*, XXVI, 1991

Predieri, A.
1987 *La Consob nell'apparato amministrativo*, in G.M. Flick (a cura di), *Consob. L'istituzione e la legge penale*, Milano, 1987

Ricci, R.
1996 *Commissione nazionale per la società e la borsa (organizzazione della)*, in *Dig. disc. priv., Sez. dir. comm.*, III, Torino, 1996;

Ringe, W.G.
2019 *The Politics of Capital Markets Union*, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 469/2019, Oxford Legal Studies Research Paper No. 51/2019, disponibile presso SSRN: https://ssrn.com/abstract=3433322,

Roe, M.
2003 *Political determinants of corporate governance. Political Context, Corporate Impact*, Oxford, OUP, 2003,

Rossi, G.
1982 *Trasparenze e vergogna: le società e la borsa*, Milano, il Saggiatore, 1982

Romano, M.
1975 *Osservazioni generali sulle nuove norme di diritto penale societario*, in *Giur. comm.*, 1975, I

Romano, R.
2023 *Are There Empirical Foundations for the Iron Law of Financial Regulation?*, Yale Law & Economics Research Paper Forthcoming, disponibile su SSRN.com

Rordorf, R.
2000 *La Consob come autorità indipendente nella tutela del risparmio*, in *Foro it.*, n. 5/2000

Siciliano, G.
2001 *Cento anni di Borsa in Italia*, Bologna, il Mulino, 2001
2011 *150 anni di borsa in Italia: uno sguardo d'insieme*, in *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, a cura di CONSOB (2011)

Spada, P.
1974 *Le azioni di risparmio. Primo commento alla legge 7 giugno 1974*, in *Riv. dir. civ.*, n. 2, 1974

Stella Richter, M.
2011 *Fattispecie e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto,* in *Le offerte pubbliche di acquisto*, (a cura di) M. Stella Richter, Torino, Giappichelli, 2011

U.S. Senate Committee on Banking & Currency
1934 *The Pecora Report, Stock exchange practices*, Roma/Milano, Leviathan Books, 2023

Van Cauwenberge, A.
2012 *Developments regarding global cooperation in supervision of financial markets*, in Financial Regulation and Supervision, a post crisis analysis, G. Ferrarini E. Wymeersch e K. Hopt (eds.), Oxford, OUP, 2012

Visentini, B.
1968 *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma,* in La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del Convegno internazionale di studio della riforma delle società per azioni (Venezia 6-7-8 ottobre 1966) a cura di Francesco Fenghi e Alberto Santa Maria, Giuffrè, Milano, 1968

Wymeersch, E.
2012 *The European financial authorities or ESAs*, in *Financial Regulation and Supervision*, a post crisis analysis ed. da G. Ferrarini E. Wymeersch e K. Hopt, Oxford, OUP 2012

Zadra, G.
1988 *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, Milano, Giuffrè, 1988

Zetzsche, D., Annunziata, F., Arner, D.W. e Buckley, R.P.
2020 *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy,* European Banking Institute Working Paper Series No. 2020/77.

Finito di stampare nel mese di giugno 2024

a cura di

POLIGRAFICO
E ZECCA
DELLO STATO
ITALIANO

IPZS S.p.A.

POLIGRAFICO
E ZECCA
DELLO STATO
ITALIANO