

CAPITOLO I
INTRODUZIONE.
LA DELIMITAZIONE DELLA MATERIA
E L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA

SOMMARIO: 1. Il problema definitorio. – 1.1. La nozione di “attività finanziaria”. – 1.2. La nozione di “impresa finanziaria”. – 2. Disciplina del “mercato finanziario” e disciplina del “mercato mobiliare”. – 3. Un po’ di Storia. – 3.1. L’evoluzione degli anni ’90 e la riforma del mercato mobiliare in Italia. – 3.2. L’*iter* di approvazione del Testo Unico del 1998. – 3.3. Dal 1998 alla crisi del 2008. – 3.3.1. L’incessante opera del legislatore europeo. – 3.3.2. Le riforme interne e la progressiva trasformazione del ruolo delle Autorità di vigilanza. – 4. Dalla crisi finanziaria ... ai giorni nostri. – 5. Stato e prospettive della disciplina del mercato mobiliare: il difficile equilibrio tra fonti interne e fonti comunitarie e la perdita di centralità del TUF. – 6. Le rivoluzioni tecnologiche e il *Fintech*.

1. *Il problema definitorio*¹

Nel corso degli ultimi decenni, la disciplina dell’intermediazione finanziaria ha conosciuto, sia in Italia, sia negli altri Paesi dell’Unione, una costante evoluzione. I fattori che hanno concorso a determinare tale fenomeno sono stati numerosi, e molti di essi non soltanto non accennano a diminuire, ma si sono amplificati con il passare del tempo: il progredire dell’integrazione euro-

¹ Il presente testo è ormai giunto alla X edizione: con cadenza pressoché biennale, ormai da 20 anni, esso tenta di catturare le incessanti innovazioni che interessano la disciplina del mercato mobiliare, non senza lacune, incertezze, errori. Stante la torrenziale produzione normativa che connota il settore, la presente edizione intende dar conto esclusivamente della disciplina che risulta in vigore alla data del 1° novembre 2019. Della disciplina già emanata a tale data, ma che entrerà in vigore successivamente (inclusi i testi legislativi europei non ancora recepiti in Italia), si darà eventualmente conto soltanto sinteticamente, senza approfondirne i contenuti. Del pari si farà per eventuali provvedimenti ancora allo stato di proposta o in fase di discussione.

pea e le necessità conseguenti all'adattamento al diritto europeo; la crescente integrazione tra i mercati finanziari dei diversi Stati e le conseguenze dell'internazionalizzazione²; lo sviluppo di nuovi prodotti finanziari e l'affacciarsi di nuove tecniche di contrattazione sui mercati, stimulate anche dall'incessante evoluzione tecnologica; la crescente attenzione per i profili che attingono alla tutela dei risparmiatori e dei consumatori in genere; spesso, il verificarsi di "crisi" dei mercati – tra cui quella del 2008, della quale ancora oggi si registrano gli strascichi – che hanno messo in luce le (inevitabili) incompletezze e i ritardi della disciplina, e sollecitato risposte urgenti da parte dei regolatori.

Ormai da tempo esiste sia in Italia, sia a livello comunitario, un'articolata disciplina del mercato finanziario che investe pressoché tutti i profili rilevanti: intermediari, mercati, emittenti, strumenti e prodotti finanziari. In Italia, la parte preponderante di tale disciplina è formulata, a livello legislativo, dal D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria): amplissimo è però il rinvio alle fonti regolamentari. Gran parte dei testi normativi – se non la quasi totalità – è oramai di origine comunitaria, se non addirittura rappresentata da fonti europee direttamente applicabili negli Stati membri³. La centralizzazione della produzione, e dell'applicazione, del diritto del mercato finanziario in Europa è un fenomeno che ha ormai assunto dimensioni assolutamente determinanti.

A livello interno, il Testo Unico del 1998, più volte modificato, cerca di mantenere (per il momento) una sua centralità. Esso stesso, però, non esaurisce la gamma dei testi normativi che interessano il mercato finanziario. La disciplina del D.Lgs. n. 58/1998 si affianca e si intreccia, innanzitutto, con quella delle banche e dell'attività bancaria, formulata nel Testo Unico delle disposizioni in materia bancaria e creditizia (D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385 e relativi provvedimenti di attuazione), ma anch'essa ormai travalicata dalle fonti di diritto europeo. Altri provvedimenti "satellite", poi, completano e arricchiscono il quadro: la disciplina dei fondi pensione, la disciplina contro il riciclaggio del denaro proveniente da attività illecite, le norme in materia di tutela dei consumatori, la disciplina antitrust, ecc. Altri settori hanno, infine, forti interrelazioni con la disciplina dell'intermediazione finanziaria in senso stretto, che sono andate via via intensificandosi negli ultimi tempi, come tipicamente accade per il settore assicurativo, i cui prodotti sono sottoposti a regole sempre più vicine a quelle proprie dei prodotti finanziari (emblematica, a ri-

² Per interessanti valutazioni sui profili giuridici dell'internazionalizzazione v. CARBONE (2000). Per ulteriori considerazioni sui mutamenti del mercato finanziario alle soglie del nuovo secolo v. ROSSI (1999).

³ ENRIQUES (2019), ove una ricostruzione puntuale di ciò che resta di "domestico" nel corpo del TUF.

guardo, la disciplina introdotta dalla Seconda Direttiva dell'Unione in materia di distribuzione assicurativa)⁴.

È allora legittimo chiedersi se sia possibile riscontrare una “specificità” della disciplina del mercato finanziario; in altri termini, se sia possibile e corretto parlare di un “diritto del mercato finanziario”, in qualche misura dotato di una sua autonomia, anche dal punto di vista scientifico e didattico. La domanda – che già ci eravamo posti, ormai venti anni fa, in occasione dell'uscita della prima edizione del presente lavoro – sorge spontanea, alla luce dello stesso titolo del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria), e non ha peraltro perso di attualità.

La soluzione della questione non è agevole, soprattutto là dove si intenda riconoscere una qualche autonomia alla disciplina dell'attività bancaria e delle banche rispetto a quella del “mercato finanziario”, il che può avvenire o considerando la prima una parte della seconda, ovvero stabilendo una qualche linea di confine tra l'attività bancaria e l'attività finanziaria (non bancaria).

Al fine di individuare un criterio che possa fornire qualche utile spunto, giova ricordare che, nella più tipica prospettiva dell'analisi economica, il mercato finanziario viene tradizionalmente considerato come la sommatoria di tre comparti: quello bancario e creditizio, quello dell'intermediazione finanziaria non bancaria, e quello assicurativo (quantomeno per i profili relativi a quest'ultimo che hanno attinenza con il mercato dei capitali). Esiste dunque, per la dottrina economica, una nozione di “mercato finanziario” che risulta sufficientemente chiara, o, quantomeno, la cui portata risulta ampiamente condivisa.

Diverso è, però, l'approccio del legislatore, sia interno, sia europeo: innanzitutto, non è rinvenibile alcuna definizione normativa di “mercato finanziario” o di “intermediazione finanziaria”. In secondo luogo, tale definizione non è agevolmente desumibile, in via interpretativa, da altre nozioni che pur potrebbero essere rilevanti al fine di individuare, in positivo, i confini della nozione legislativa di “mercato finanziario”. A tal fine, occorre fornire qualche precisazione in merito al contenuto e alla portata di due nozioni che, almeno apparentemente, sembrerebbero idonee ad individuare il “perimetro” della disciplina del mercato finanziario, e cioè la nozione di “attività finanziaria”, e quella di “impresa finanziaria”.

1.1. *La nozione di “attività finanziaria”*

Il riferimento alle “attività finanziarie” figura tanto nel Testo Unico Bancario, quanto nel D.Lgs. n. 58/1998. L'art. 10, comma 3, TUB, nell'individuare

⁴ Conforme sul punto AMOROSINO-RABITTI BEDOGNI (2004), p. 33 ss.

le attività che le banche possono svolgere, stabilisce che “le banche esercitano, oltre all’attività bancaria, ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse e strumentali”. La nozione è poi utilizzata, in modo analogo, all’art. 18 del D.Lgs. n. 58/1998, allo scopo di individuare le attività che le SIM possono svolgere. Né nel primo, né nel secondo caso, tuttavia, si rinviene una specifica definizione di “attività finanziaria”.

Un elenco di attività “finanziarie” figurava (prima delle modifiche apportate dal D.Lgs. n. 141/2010) nel Titolo V (artt. 106 ss.) del Testo Unico Bancario, relativo alla disciplina dei “soggetti operanti nel settore finanziario”, ma si trattava in realtà dell’individuazione di alcune particolari attività il cui svolgimento è riservato a determinati soggetti, priva di un’effettiva portata ricostruttiva sul piano generale. In altri termini, l’elenco delle attività formulato dall’art. 106 TUB non esauriva certo il novero delle possibili attività “finanziarie”.

Non esiste, dunque, una vera e propria definizione legislativa di attività finanziaria; il legislatore utilizza tale nozione, ma non ne circoscrive i contorni.

La questione è ulteriormente complicata dal fatto che la portata della nozione di “attività finanziaria” può mutare a seconda che si segua un approccio di tipo estensivo, ovvero di tipo restrittivo. In una prospettiva ampia potrebbero rientrare nella nozione di attività finanziaria tutte le attività che hanno attinenza con il mercato dei capitali, anche se esse non si traducono in una vera e propria attività di “intermediazione” di ricchezza, di denaro, o di prodotti finanziari. Ad esempio, l’attività di consulenza in materia di investimenti finanziari potrebbe avere natura “finanziaria” in quanto ha attinenza, in senso lato, con il mercato dei capitali: ciò parrebbe confermato, tra l’altro, dal fatto che l’attività di consulenza, al ricorrere di determinati presupposti, è ora ricompresa nell’ambito dei cc.dd. “servizi” e “attività” di investimento. In qualche occasione, una impostazione ampia è risultata propria anche delle Autorità di vigilanza e di controllo sui mercati finanziari⁵.

In base ad un approccio più selettivo, di contro, dovranno intendersi come attività finanziarie soltanto quelle che danno luogo ad una vera e propria attività di intermediazione di capitali, o degli strumenti propri del mercato dei capitali: in base a tale impostazione, ad esempio, l’attività che consiste nella pubblicazione di studi, ricerche e analisi economico-finanziarie non dovrebbe avere natura “finanziaria”, in quanto essa non comporta alcuna attività di intermediazione in senso stretto. Anche l’attività di mera consulenza – in quanto si risolve nella semplice formulazione di consigli e raccomandazioni – non comporta alcuna effettiva attività di “intermediazione” di capitali e, dunque, in una prospettiva più ristretta dovrebbe sfuggire alla disciplina delle attività

⁵ Con Comunicazione 8 febbraio 1999, n. DI/99008504 la Consob ha, ad esempio, ritenuto che l’attività di agente assicurativo abbia natura finanziaria (da cui la possibilità per una SIM di svolgerla).

“finanziarie” in senso stretto. Si tratta, tuttavia, di ragionamenti che non necessariamente trovano, poi, riscontro, nelle scelte dei legislatori.

Prima dell’emanazione del D.Lgs. n. 58/1998, e con particolare riferimento al disposto dell’art. 10, comma 3, TUB, un criterio per ricostruire la portata della nozione poteva forse essere individuato nell’elenco delle attività ammesse al mutuo riconoscimento, definite all’art. 1, comma 1, lett. f), D.Lgs. n. 385/1993. Tale elenco individua le attività che le banche comunitarie possono liberamente svolgere all’interno dell’Unione Europea, secondo quanto previsto dalle norme in materia di mutuo riconoscimento⁶.

È indubbio che tale elencazione presenti, di fatto, una lista piuttosto articolata di attività in senso lato “finanziarie”, ma l’impostazione non è convincente, per una serie di ragioni, prima fra tutte il fatto che l’elenco formulato dal Testo Unico Bancario comprende attività che di “finanziario” hanno ben poco: si pensi, ad esempio, ai “servizi di informazione commerciale”. La ragione

⁶Le attività ammesse al mutuo riconoscimento sono le seguenti:

1. raccolta di depositi o di altri fondi con obbligo di restituzione;
 2. operazioni di prestito (compreso in particolare il credito al consumo, il credito con garanzia ipotecaria, il factoring, le cessioni di credito *pro soluto* e *pro solvendo*, il credito commerciale incluso il “*forfaiting*”);
 3. *leasing* finanziario;
 4. servizi di pagamento, come definiti dagli artt. 1, comma 1, lett. b), e 2, comma 2, D.Lgs. n. 11/2010;
 5. emissione e gestione di mezzi di pagamento (carte di credito, “*travellers’cheques*”, lettere di credito);
 6. rilascio di garanzie e di impegni di firma;
 7. operazioni per conto proprio o per conto della clientela in:
 - strumenti di mercato monetario (assegni, cambiali, certificati di deposito, ecc.);
 - cambi;
 - strumenti finanziari a termine e opzioni;
 - contratti su tassi di cambio e tassi d’interesse;
 - valori mobiliari;
 8. partecipazioni alle emissioni di titoli e prestazioni di servizi connessi;
 9. consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché consulenza e servizi nel campo delle concentrazioni e del rilievo di imprese;
 10. servizi di intermediazione finanziaria del tipo “*money broking*”;
 11. gestione o consulenza nella gestione di patrimoni;
 12. custodia e amministrazione di valori mobiliari;
 13. servizi di informazione commerciale;
 14. locazione di cassette di sicurezza;
 15. altre attività che, in virtù delle misure di adattamento assunte dalle autorità comunitarie, sono aggiunte all’elenco allegato alla II Direttiva in materia creditizia del Consiglio delle Comunità europee, 15 dicembre 1989, 89/646/CEE.
- Si segnala che il riferimento alla Direttiva del 1989, deve ora intendersi – a seguito di successive abrogazioni – alla Direttiva 2013/36/CE (c.d. “CRD IV”).

assorbente è però rappresentata dal fatto che – anche in virtù di quanto ora dispone il D.Lgs. n. 58/1998 – vi sono attività che hanno sicuramente natura “finanziaria”, ma che non sono ricomprese nell’elenco di quelle ammesse al mutuo riconoscimento in base al TUB. Si tratta, ad esempio, dell’attività di gestione collettiva del risparmio. La natura finanziaria di tale attività è evidente, già in base al senso comune del termine; anche tecnicamente, e cioè sotto il profilo normativo, si tratta però di un’attività definibile come “finanziaria”: ciò è confermato dal fatto che il D.Lgs. n. 58/1998 la regola – insieme ai servizi di investimento – nella Parte II, relativa alla “disciplina degli intermediari”.

È pertanto evidente come la nozione di attività finanziaria non possa limitarsi alle sole attività ammesse al mutuo riconoscimento ai sensi dell’art. 1 del Testo Unico Bancario⁷: tale osservazione, però, non aiuta certo a risolvere il problema, anzi forse lo aggrava e lascia l’interprete dinnanzi ad un’opera di qualificazione resa oggettivamente complessa. Per il momento, pertanto, non resta altro che prendere atto, da un lato, della scarsa attenzione del legislatore per un profilo tanto rilevante, forse giustificabile in base all’esigenza di evitare di formulare definizioni legislative di una nozione che risulta in perenne evoluzione, con un evidente rischio di rapida obsolescenza; dall’altro, del fatto che i confini della nozione possono essere di incerta individuazione e che, allo stato, non è forse del tutto opinabile attribuire alla nozione di “attività finanziaria” una portata ampia, tale da ricomprendere ogni attività o servizio che abbiano attinenza con il mercato finanziario e dei capitali in genere.

1.2. *La nozione di “impresa finanziaria”*

Incertezze analoghe si pongono quando si tenti di utilizzare – come criterio per delimitare in positivo una possibile nozione di “diritto del mercato finanziario” –, la nozione di “impresa finanziaria”⁸. A differenza della nozione di “attività finanziaria”, quella di “impresa finanziaria” – quando viene utilizzata dal legislatore primario o secondario – è spesso definita: si veda, ad esempio, la nozione di “società finanziaria” utilizzata ai fini dell’individuazione del gruppo bancario (art. 60 ss., D.Lgs. n. 385/1993). Tuttavia, la definizione muta in funzione delle singole discipline; il legislatore sembra così utilizzarla per finalità specifiche, rese di volta in volta particolari dalle peculiarità della materia da regolare: ad esempio, la disciplina dei gruppi bancari, la disciplina della partecipazione al capitale delle banche, ecc.

⁷ V., con riferimento al Testo Unico Bancario, COSTI (2007).

⁸ Per un tentativo, ormai non più recente, di enucleare tale nozione generale v. PRINCIPE (1998).

È dunque difficile concludere, da una serie di riferimenti normativi tra loro non ben coordinati, e soprattutto privi di un solido raccordo sistematico, la riconoscibilità nell'ordinamento interno o comunitario di una nozione generale di "impresa finanziaria"; nozione che dovrebbe essere caratterizzata da una esatta individuazione dei contorni, e dotata di una sua specificità, tale addirittura da collocarla a fianco del *genus* dell'impresa commerciale, e dell'impresa agricola.

In realtà, la nozione di "impresa finanziaria" non riflette un'impostazione univoca, ed è una forzatura tentare di ricondurre ad unità una serie di interventi normativi realizzati non già con lo scopo di introdurre una nuova "tipologia" di impresa, ma quello, meno ambizioso, di regolare taluni profili specifici dello svolgimento di particolari attività o di servizi. Per tale motivo, la nozione di "impresa finanziaria" non può costituire una nozione generale, utile per tracciare i "confini" della stessa disciplina del mercato finanziario.

In ogni caso, poi, anche qualora si riuscisse a ricostruire in termini univoci la nozione di impresa finanziaria, essa non sarebbe sufficiente ad identificare la portata della disciplina del "mercato finanziario", la quale comprende non soltanto imprese che svolgono "attività finanziaria", ma interessa anche i mercati, e gli emittenti⁹.

2. *Disciplina del "mercato finanziario" e disciplina del "mercato mobiliare"*

Da quanto precede discende che non sembra possibile, senza incorrere in gravi incertezze o in interpretazioni fortemente arbitrarie, identificare in termini positivi una nozione di "diritto del mercato finanziario".

Sembra dunque preferibile seguire un percorso ricostruttivo diverso, che – muovendo dall'analisi economica – finisca poi per individuare i confini della materia non già in positivo, ma in negativo.

Si è già detto che, per la scienza economica, il "mercato finanziario" è costituito dalla sommatoria del comparto bancario, finanziario e assicurativo. Si è anche detto che il legislatore non ha regolato in modo omogeneo i tre comparti, che anzi mantengono forti specificità normative. Non vi è dunque una disciplina unitaria che investa, globalmente, banche, intermediari finanziari, assicurativi, mercati, emittenti, e che possa riflettere la nozione economica di

⁹Nella disciplina del mercato finanziario rientrano, infatti, a pieno titolo anche gli emittenti, come dimostra lo stesso D.Lgs. n. 58/1998, che prende atto, per la prima volta in termini tanto netti, delle profonde interrelazioni che sussistono tra disciplina dei mercati e degli intermediari da un lato, e disciplina degli emittenti dall'altro.

“mercato finanziario”. Ne deriva che: o si accetta la nozione economica, e dunque si concorda sul fatto che il “diritto del mercato finanziario” comprende tutto ciò che ha attinenza con il “mercato di capitali”, e dunque disciplina bancaria, assicurativa, e ogni altra disciplina a tal fine rilevante, oppure si delimita l’oggetto dell’indagine sottraendo dalla nozione “allargata” di mercato finanziario quelle materie che presentano caratteri specifici e, segnatamente, la disciplina delle banche, da un lato, e quella delle assicurazioni, dall’altro. Questo approccio non pare essere del tutto arbitrario in quanto le discipline bancaria e assicurativa si sono evolute, storicamente, in modo distinto, a causa delle specificità che presentano tali attività anche se – giustamente – si sottolinea da più parti come si tratti di materie caratterizzate, ormai, da fortissime interrelazioni e da principi ispiratori comuni¹⁰.

Per quanto attiene alle banche, è indubbio che l’attività bancaria presenti caratteristiche che la rendono ben distinguibile da altre attività finanziarie. Tali peculiarità sono dovute al ruolo istituzionale che le banche svolgono, e che è riflesso nella stessa nozione di attività bancaria di cui agli artt. 10 e 11 TUB, in base ai quali “la raccolta di risparmio tra il pubblico e l’esercizio del credito costituiscono l’attività bancaria” (art. 10), e “ai fini del presente decreto legislativo è raccolta del risparmio l’acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma” (art. 11)¹¹.

La definizione di attività bancaria ne pone in luce i tratti distintivi che consistono: (i) nella raccolta di risparmio, con obbligo di rimborso; e (ii) nell’esercizio del credito. Per il Testo Unico Bancario, la specificità della banca consiste dunque in ciò che essa attua un vero e proprio processo di trasformazione dei rischi: essa rimane, da un lato, debitrice dei fondi raccolti tra il pubblico; dall’altro, utilizza tali fondi per attività di tipo creditizio, accollandosi il rischio dell’insolvenza dei debitori¹². Sebbene non è affatto da escludere che, in altri Paesi europei, la nozione di banca ricomprenda soggetti che non rientrano perfettamente in questi schemi, tale è la prospettiva definitoria del Testo Unico Bancario¹³.

¹⁰ AMOROSINO-RABITTI BEDOGNI (2004), pp. 5 ss. e 35 ss. ove una disamina delle più evidenti forme di “commistione” tra i vari settori della disciplina del mercato dei capitali. Sulle ragioni giustificative della disciplina dei mercati mobiliari COSTI-ENRIQUES (2004), p. 5 ss.

¹¹ In base alla disciplina bancaria, anche la sola attività di raccolta di risparmio tra il pubblico è attività riservata alle banche, o agli altri soggetti individuati in base all’art. 11 TUB. Vi è, dunque, un doppio livello di attività riservate: il primo è quello dell’attività bancaria, definita dall’art. 10 TUB; il secondo, è quello della mera attività di raccolta di risparmio, che è riservata ad un novero di soggetti più ampio, stante il disposto dell’art. 11 TUB. Ad esempio, rientra tra i casi previsti dall’art. 11 l’emissione di obbligazioni da parte di società per azioni, o di strumenti finanziari partecipativi, quali introdotti dalla riforma del diritto societario.

¹² FERRO-LUZZI (1995).

¹³ BRESCIA MORRA (2016).

La combinazione di questi due elementi, ed il ruolo che ne deriva in capo all'intermediario-banca, risultano assenti nelle altre figure di intermediari. Di volta in volta potrà mancare il primo elemento (raccolta di risparmio), o il secondo; non si ritroveranno mai congiuntamente, pena la "trasformazione" del soggetto in banca, con possibile violazione dell'art. 10, comma 2, TUB ("l'esercizio dell'attività bancaria è riservato alle banche").

Considerazioni analoghe valgono per quanto attiene alle assicurazioni. Anche la materia assicurativa è caratterizzata da tratti specifici, tali da distinguerla dalle altre attività che eventualmente vengano svolte sul mercato finanziario, dovuti, ancora una volta, al ruolo che le assicurazioni svolgono nel processo di "trasformazione" del rischio. Tale rilievo resta valido anche alla luce del progressivo "avvicinamento" della disciplina di taluni prodotti e attività assicurative alle regole proprie del mercato finanziario, che ha trovato sempre più riconoscimento anche nella normativa dell'Unione (Direttiva Solvency II; Direttiva sulla distribuzione dei prodotti assicurativi).

In definitiva, sembra dunque che – per identificare i "confini" della disciplina del mercato finanziario – possano darsi essenzialmente due soluzioni. Sotto un primo profilo, ci si può basare sulla nozione (economica) di mercato finanziario, e ritenere che il "diritto del mercato finanziario" riguardi tutto ciò che, per la dottrina economica, rientra in tale nozione. In base a tale impostazione, la disciplina del mercato finanziario comprenderà quella delle banche e dell'attività bancaria, la disciplina assicurativa, la disciplina delle attività finanziarie non bancarie, i mercati, ecc. Tale impostazione ha pregi e difetti. I difetti consistono nel fatto che, così ragionando, si amplia enormemente il campo dell'indagine, e si trascura il modo in cui la materia si è evoluta, legislativamente, negli ultimi decenni; evoluzione che, invece, ha sempre visto mantenere una precisa connotazione specifica alla disciplina delle attività bancarie e assicurativa, rispetto alle altre attività "finanziarie". Lo stesso D.Lgs. n. 58/1998 – pur intitolato "Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria" – non tocca affatto l'intero arco di soggetti e attività che possono ricomprendersi in tale nozione, limitandosi, in realtà, a disciplinare ciò che non è riconducibile alle discipline bancaria o assicurativa in senso stretto. I pregi sono dovuti al fatto che siffatta impostazione potrebbe consentire di cogliere meglio alcune delle più recenti evoluzioni della disciplina, ad esempio per quanto riguarda la materia assicurativa.

È anche vero che alcuni, recenti fenomeni hanno visto anche il progressivo assottigliamento dei confini tra la nozione di risparmio "bancario" e quella di risparmio "finanziario": ciò è accaduto, ad esempio, nel contesto della nuova disciplina delle crisi bancarie, nella quale il risparmio bancario è assoggettato a regole che ne comportano il potenziale assoggettamento al rischio di default dell'emittente (v. le regole che si applicano, con riguardo ai depositi e a certi tipi di obbligazioni bancarie nel contesto delle procedure di risoluzione). Ciò nono-

stante, quantomeno al momento attuale, i testi normativi – *in primis* quelli europei, dai quali discende gran parte della legislazione nazionale – mantengono salda la distinzione tra disciplina delle banche, da un lato, e disciplina degli altri intermediari e attività, dall'altro. Nonostante l'utilità di un approccio "allargato" alla disciplina del mercato finanziario, si ritiene pertanto preferibile conservare l'impostazione più restrittiva. Si può dunque ritenere che si possa distinguere, all'interno della disciplina del "mercato finanziario", un particolare segmento che riguarda in senso stretto le attività che hanno attinenza con il mercato dei capitali, diverse da quella bancaria, come definita e disciplinata nel TUB e nei provvedimenti comunitari che disciplinano le banche, e da quella assicurativa, come definita e regolata nei relativi testi normativi; tale segmento può essere individuato con l'espressione (atecnica) di "mercato mobiliare". La complessità e la crescente innovazione dei mercati finanziari fanno sì che tale disciplina investa materie molto diverse, apparentemente anche lontane, ma in realtà profondamente connesse, quali: i servizi di investimento, la gestione collettiva del risparmio, la gestione accentrata di strumenti finanziari, i mercati regolamentati e non, gli emittenti strumenti finanziari quotati, gli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico. Inoltre, alcune linee di confine si sono indubbiamente assottigliate, o addirittura non esistono più, e di ciò l'interprete deve necessariamente tenere conto.

Ovviamente, quella qui proposta rappresenta una semplificazione – forse destinata, ormai, presto a scomparire – ma l'evoluzione storica della disciplina conferma la sussistenza di una linea piuttosto chiara di demarcazione tra attività bancarie, da un lato, attività tipicamente assicurative, dall'altro, e attività diverse dall'altro lato ancora, che corre – come un *fil rouge* – lungo l'intero arco dello sviluppo legislativo in materia, a livello sia comunitario, sia interno.

Altra questione è stabilire se la segmentazione normativa dei tre comparti sia una scelta ancora valida e soddisfacente, alla luce della crescente integrazione tra banche, assicurazioni e mercato finanziario in genere che caratterizza gli sviluppi degli ultimi anni. Sul punto, sono da tempo forti, in chi scrive, le perplessità¹⁴ e lo stesso legislatore ha ormai preso atto della necessità di rivedere, almeno in parte, l'approccio tradizionale, integrando maggiormente le regole relative ai tre settori, e spesso sconfinando dall'uno all'altro.

3. *Un po' di Storia*

La disciplina del mercato mobiliare, quale la conosciamo oggi, è frutto di un complesso processo di produzione legislativa che prende avvio essenzial-

¹⁴ V., anche su profili connessi, BESSONE (2002).