



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in
Economia e commercio

**LA CONSOB E IL MERCATO FINANZIARIO:
STRUTTURA, FUNZIONI e REGOLAMENTAZIONE**

**CONSOB AND THE FINANCIAL MARKET:
STRUCTURE, FUNCTIONS AND REGULATION**

Relatore:
Prof.ssa De Angelis Monica

Rapporto Finale di:
Giacomini Giorgio

Anno Accademico 2023/2024

INDICE

Introduzione.....	3
I Consob: ruoli e funzioni	
I.1 La nascita e la storia della Consob.....	5
I.2 La struttura della Consob.....	10
I.3 Le funzioni della Consob.....	15
II Il mercato finanziario e l'attività della Consob	
II.1 La vigilanza sui mercati e sugli intermediari finanziari.....	18
II.2 Insider trading e fenomeni di abuso di mercato.....	25
II.3 Direttiva MiFID II.....	31
Conclusioni.....	35
Bibliografia.....	36

Introduzione

La decisione di analizzare la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa e farla oggetto della seguente ricerca, nasce dalla curiosità di approfondire e comprendere il mondo dei mercati finanziari, con uno sguardo particolare per quello che riguarda la vigilanza.

Il mondo della finanza è ampio e pieno di sfaccettature, ma con il passare degli anni la regolamentazione dei mercati finanziari sta facendo dei passi sempre in avanti per migliorare la fiducia degli investitori tramite degli obblighi restringenti verso gli intermediari finanziari. Con l'avvento dell'intelligenza artificiale, anche i fenomeni di abuso di mercato hanno avuto dei mutamenti, fondamentale è stato l'intervento delle autorità di vigilanza, in particolar modo la Consob, per arginare la crescita dei nuovi fenomeni.

L'attenzione per questo argomento è frutto anche della recente esperienza vissuta lo scorso luglio, dove ho svolto uno stage presso una banca.

Questa esperienza mi ha dato l'opportunità di approfondire i seguenti argomenti vedendoli anche dall'altro lato, quello dell'intermediario.

L'obiettivo della seguente tesi, quindi, è quello di analizzare la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa insieme ai mercati finanziari in cui opera, soffermandosi in particolare sui fenomeni di abuso di mercato e sulle direttive emanate.

Il primo capitolo inizia con un excursus storico della Commissione, partendo dalla sua nascita nel 1974, analizzando tutte le fasi fino alla creazione dell'arbitro per le controversie finanziarie.

Prosegue poi con l'analisi della struttura della Consob, soffermandosi sui membri, che si dividono in presidente e commissari, le loro nomine, lo scioglimento dell'intero collegio e quorum.

Il primo capitolo si conclude con l'analisi delle funzioni della Consob, in particolare quelle di normative, di vigilanza ed amministrative.

Il secondo capitolo prende in considerazione i mercati finanziari in cui opera la Consob, gli intermediari finanziari con cui collabora la Consob, analizzando anche le operazioni di vigilanza che la Commissione compie su di essi.

Prosegue poi con l'analisi degli abusi di mercato che sono comportamenti illeciti che compromettono l'integrità e la trasparenza dei mercati finanziari, tra i più importanti vi sono l'insider trading e la manipolazione del mercato. Negli ultimi anni con l'avvento dell'intelligenza artificiale sono nati due nuovi fenomeni chiamati Tipping e Tuyautage.

Il secondo capitolo si conclude con l'analisi della direttiva MiFID II, analizzando le novità rispetto alla precedente, soffermandosi sull'importanza delle direttive a livello europeo verso la Consob.

CAPITOLO I

CONSOB: RUOLI E FUNZIONI

I.1 La nascita e la storia della Consob

Le esigenze del mercato finanziario degli anni '70 con la conseguente crescita dei livelli di complessità, data soprattutto dall'aumento delle attività borsistiche e quindi dal conseguente aumento dei rischi ad esse collegate, hanno fatto sì che si istituisse un organo di controllo. Prima dell'istituzione della Consob la supervisione delle attività di Borsa e delle società quotate era svolta dal Ministero del tesoro, organo del governo italiano istituito dal Governo Depetris I, sciolto in seguito nel 1997 ed oggi denominato Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Queste esigenze erano tutte espresse nel d.l. 8 aprile 1974, n. 95, che a tutti gli effetti istituisce la Consob delineandone le caratteristiche dei commissari, quindi dalla loro nomina, la durata del mandato e tutti i loro compiti e le responsabilità, creando così un organo deputato alla vigilanza dei titoli quotati¹.

L'art. 3 stabilisce un nuovo sistema di pubblicità, che consiste nell'obbligo a carico di acquista o sottoscrive azioni, che comportano la partecipazione nel capitale sociale di una società superiore al 3% del capitale stesso, di comunicarlo alla società

¹ Nell'art. 2 enuncia una serie di attribuzioni della Commissione, sintetizzabili in: (1) stabilire le forme dei bilanci consolidati; (2) determinare i dati integrativi per i bilanci e le relazioni; (3) disciplinare i calendari di borsa; (4) individuare i tipi di contratti ammessi alle negoziazioni; (5) procedere alla revocazione della quotazione della società in caso di inadempimento rispetto agli obblighi imposti dalla Commissione.

interessata ed alla commissione. Parallelamente con l'art. 4 lo stesso obbligo di comunicazione grava sugli amministratori, sindaci e sui direttori generali delle società quotate in borsa.

«È istituita, con sede in Roma, la Commissione nazionale per le società e la borsa. La Commissione ha in Milano la sede secondaria operativa»².

Con la conversione del d.l. 8 aprile 1974, n.95, in legge 7 giugno 1974, n. 216, vi è la conferma della volontà di rafforzare la trasparenza e la regolamentazione dei mercati finanziari.

La l. 7 giugno 1974, n. 216, si compone di due articoli: il primo consiste nella rielaborazione del d.l., mentre il secondo consiste in una delega al Governo per la regolamentazione di alcune materie come l'obbligo di revisione contabile e della certificazione dei bilanci delle società quotate in borsa³.

La legge stabilisce in particolare che sono sottoposti al controllo della commissione tutte le società i cui titoli siano quotati in borsa. Per quanto riguarda gli enti, essi devono avere per oggetto l'esercizio di attività commerciali, escludendo dunque gli enti non commerciali come gli enti pubblici territoriali.

All'inizio la Consob è stata istituita come amministrazione dello stato con le funzioni nell'ambito delle borse valori e nell'ambito delle società quotate.

² L.216/1974

³ La conversione in legge ha portato delle novità, nell'art. 1 sono presenti le norme che prescrivono la collegialità, la disciplina dei rapporti tra presidente e commissari, la riduzione della verifica del Presidente del Consiglio sui regolamenti di auto-organizzazione alla sola legittimità, vi è inoltre l'introduzione della facoltà di avvalersi dell'Avvocatura di Stato.

Nonostante la presenza del d.l. e in seguito della conversione in legge, le difficoltà di funzionamento furono subito evidenti. Il Governo inizialmente tardò la nomina dei primi membri, e la mancanza aggiuntiva di personale e strutture sufficienti e anche da ambienti economico-finanziari abituati a lavorare assieme, stava portando alla perdita di credibilità della commissione.⁴

La mossa che diede la svolta fu la scelta di cambiare presidenza dando il potere a Guido Rossi alla fine del primo mandato dei membri. Una delle sue prime mosse fu quella di istituire una seconda sede operativa a Milano per sopperire appunto alla scarsità di strutture.

Fatale per Rossi però fu l'affare del vecchio banco ambrosiano che costò le dimissioni di Rossi stesso. L'errore fu nel mancato coordinamento tra Consob e Banca d'Italia, mentre ci fu la liquidazione coatta e poi la nascita del nuovo.

L'evoluzione della Consob passa dalla l. 23 marzo 1983, n. 77, dove vi è la precisazione dell'ambito di applicazione della disciplina sulla sollecitazione del pubblico risparmio e alla previsione delle società di gestione di fondi comuni di investimento anche dette SGR⁵.

La l. 4 giugno 1985, n. 281⁶ riconosce di fatto la personalità giuridica di diritto pubblico alla Consob, stesso provvedimento fu adottato nel 1982 anche per

⁴ Cardi E., L'istituzione Consob: funzioni e struttura, Giuffrè, 1993, p. 3.

⁵ L'estensione del controllo della Consob veniva già considerato indispensabile per il raggiungimento dell'obiettivo di trasparenza. Infatti, prima della l. 77/1983 fu presentata la proposta chiamata Minervini-Spaventa.

⁶ La l. 281/1985 modifica la l. 216/1974, come con l'abbassamento al 2% della soglia di partecipazione ad una società quotata in borsa affinché scatti l'obbligo di comunicazione alla Consob.

l'ISVAP (istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo).

Vi è quindi un cambiamento di posizione amministrativa della Consob, che da organo dello stato passa ad ente autonomo.

Per essere una persona giuridica di organo pubblico bisogna avere tre caratteristiche fondamentali:

1. La dotazione di personalità giuridica.
2. La dominazione pubblica con l'utilizzo del finanziamento o attraverso il controllo della gestione o l'intrusione nella nomina degli organi.
3. Le soddisfazioni delle finalità non possono avere caratteristiche industriali o commerciali

Con questa soluzione però non si è fermato il continuo cambiamento dei poteri, infatti con la l. n.1 del 1991, vengono attribuiti poteri in materia delle SIM⁷, con l'istituzione di un fondo nazionale di garanzia per la tutela dei crediti. L'adesione al fondo è obbligatoria per le SIM.

Mentre un altro grande problema venne risolto, con la l. n.157 del 1991, legato alla tematica dell'insider trading, nel 1998 l'articolo però è stato abrogato.

Il d.lgs. n.58 del 1998 afferma che i ruoli e i poteri della Consob si sono accresciuti anche con la predisposizione di un testo unico della finanza (TUF).

⁷ Le società d'investimento mobiliare sono intermediari abilitati a svolgere la propria attività in tutti i servizi d'investimento. La loro introduzione segna una profonda mutazione nel panorama dell'intermediazione.

Il TUF è entrato in vigore il 1° luglio 1998 a seguito appunto del d.lgs. ma fu delegato al Governo dal Parlamento nel 1996 con la l. n.52, Governo che a sua volta nominò una commissione tecnica con a capo il direttore generale del ministero del tesoro che all'epoca era Mario Draghi, Presidente del Consiglio dei ministri dal 13 febbraio 2021 al 22 ottobre 2022. Nel TUF vi sono contenute le norme di vigilanza con la relativa divisione dei compiti tra Consob e Banca d'Italia⁸. Alla Consob spetta il compito di sorvegliare sulla trasparenza dei mercati finanziari e anche sulla correttezza degli intermediari finanziari; mentre alla Banca d'Italia spetta il controllo sulla stabilità delle imprese di investimento e sulle banche.

Quando un istituto bancario è colpito da una crisi, a risentirne ne sono anche le autorità di vigilanza. La dimostrazione è il caso Montepaschi del 2010 dove una crisi di liquidità ha colpito l'Italia, nel banco degli imputati però finirono anche le autorità di vigilanza per scarsa attenzione.⁹

Sempre in materia di abusi di mercato la l. n. 62 del 18 aprile 2005 ne modifica le funzioni e la struttura organizzativa della Consob. Mentre la l. 262 del 28 dicembre 2005 affronta il tema della tutela del risparmio.

Il 9 gennaio 2017 sotto il governo Renzi ci fu una svolta all'interno della gestione delle controversie finanziarie, difatti come previsto dal d.lgs. n.130 del 2015 in

⁸ Il TUF è redatto con la collaborazione della Consob. Nell'art. 5 sono presenti le attribuzioni che riguardano gli intermediari, mentre quelle riguardanti i mercati sono previste dal titolo primo della parte terza del TUF. Quest'ultima si scinde a sua volta in vigilanza sulle società di gestione e sui mercati, previste rispettivamente dagli art. 73 e 74 del TUF.

⁹ Clarich Marcello, Il caso Montepaschi e i limiti della vigilanza, [https://www.treccani.it/enciclopedia/il-caso-montepaschi-e-i-limiti-della-vigilanza_\(Il-Libro-dell'Anno\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/il-caso-montepaschi-e-i-limiti-della-vigilanza_(Il-Libro-dell'Anno)/)

esecuzione della direttiva comunitaria 2013/11/UE, ci fu l'istituzione dell'arbitro per le controversie finanziarie (ACF).

L'ACF è un sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie che fa riferimento alla Consob, che ne ha definito la propria regolamentazione e ne supporta l'operatività. Il compito principale è quello di fornire ai risparmiatori che non hanno ricevuto risposta a dei reclami verso gli intermediari un supporto alternativo per risolvere le controversie. L'attività di riconoscere le ragioni e stabilire i risarcimenti da pagare da parte degli intermediari non comporta nessun costo per i risparmiatori, ed infine vi è anche la possibilità di presentare ricorso.¹⁰

I.2 La struttura della Consob

La Consob è composta da cinque membri, quattro con la funzione di commissari e un presidente. Ad oggi il presidente è Paolo Savona eletto nel 2019, mentre i commissari sono Chiara Mosca (2021), Carlo Comporti (2022), Gabriella Alemanno e Federico Cornelli (2023). I membri della commissione sono nominati con un decreto del Presidente della Repubblica su proposta del Presidente del Consiglio e

¹⁰ www.consob.it

previa deliberazione del Consiglio stesso. Questo procedimento contraddistingue tutte le autorità indipendenti create prima degli anni Novanta. È presente una legge, la l. n.14 del 24 gennaio 1978, applicabile alla nomina dei membri della Consob, afferma che prima delle nomine vi deve essere l'approvazione delle due camere del Parlamento.

Vi sono dei requisiti per diventare membri della Consob, i componenti devono essere scelti accuratamente tra un roster di persone di specifica e comprovata competenza ed esperienza con anche l'aggiunta di moralità ed indipendenza¹¹.

Per garantire il soddisfacimento di tali requisiti vi sono numerose cause di incompatibilità con la carica di componente della Consob. Secondo le disposizioni della l. n. 14 del 1978 art. 7, la carica di commissario è incompatibile con quella del membro del Parlamento e dei Consigli regionali, ma anche con quelle di dipendente dell'amministrazione cui spetta il ruolo di vigilanza oppure con il Ministero del bilancio, quello del tesoro delle finanze (oggi denominato dell'Economia e delle finanze) , a tal proposito l'attuale Presidente della commissione Paolo Savona, data è stato nominato mentre era in carica come Ministro per gli Affari Europei nel Governo Conte nel 2019, per questo il giorno 8 marzo dovette rassegnare le proprie dimissioni per poi essere nominato presidente della commissione.

¹¹ Art. 1/1 della l. 216 del 1974, tali requisiti si vanno ad aggiungere a quelli richiesti per ricoprire il ruolo di pubblico ufficiale.

Altre cariche incompatibili sono quelle di magistrato ordinario del Consiglio di Stato, dei tribunali amministrativi regionali, della Corte dei conti. Analogamente le cariche di avvocato o procuratore presso l'Avvocatura dello Stato.

Dopo la nomina i membri della commissione sono tenuti entro trenta giorni a comunicare la loro compatibilità o cessazione delle incompatibilità stesse, il loro patrimonio e tutti i redditi alla data di nomina. Se non perviene la comunicazione comporta la decadenza della nomina.

Il presidente della commissione ha ulteriori restrizioni come enunciato nel comma 5 dell'art. 1 della l. 216 del 1974, infatti non possono dalla loro nomina svolgere nessuna attività professionale, neanche quella di consulenza. Non possono essere amministratori di una società a responsabilità illimitata, non possono essere imprenditori commerciali e non possono ricoprire cariche in altri uffici pubblici.

Per tutta la durata del mandato i dipendenti pubblici sono collocati in aspettativa, mentre quelli privati sospendono il rapporto mantenendo però il diritto alla conservazione del posto.¹²

Ai sensi dell'art.3 della l. 216 del 1974 la durata dell'incarico valeva per cinque anni rinnovabile per una volta sola¹³. Anche in caso di riconferma era richiesto il parere delle Commissioni parlamentari.

¹² D. l 8 aprile 1974, n. 95

¹³ L'art. 3 comma 2 del regolamento sull'organizzazione e il funzionamento, individua la data iniziale dell'assunzione della carica di ogni componente nella "data del decreto di nomina del Presidente della Repubblica, o dalla diversa data in esso eventualmente indicata".

Con l'art. 47-quater del d.l. 31 dicembre 2007 n.248 convertito poi nella l. del 28 febbraio n.31 vi è stata la modificazione della durata dell'incarico a sette anni senza la possibilità di rinnovo.

La carica può cessare in diverse maniere, la naturale dove la fine del mandato comporta anche la fine della carica. Date i numerosi requisiti un'altra maniera è quella per incompatibilità come visto in precedenza, oppure per dimissioni di uno dei componenti, le dimissioni però hanno efficacia solo nel momento in cui vengono accettate dalla Commissione.

La procedura in caso di dimissioni prevede che il Presidente della Consob informi immediatamente il Presidente del Consiglio che a sua volta deve attuare i provvedimenti contenuti nell'art. 4 del regolamento Consob.

Esistono due casi in cui viene sciolto tutto l'intero collegio:

1. Impossibilità di funzionamento
2. Continuata inattività

La procedura in caso di scioglimento segue l'art.1, comma 14 sub art.1 della l. 216 1974. La proposta di scioglimento parte dal Presidente del Consiglio dei ministri, consultandosi con il Ministro del tesoro (oggi il Ministro dell'Economia e delle finanze), comunicandolo poi al Parlamento con tutte le motivazioni e intenzioni della scelta, lo scioglimento, previa deliberazione del Consiglio dei Ministri è disposto con un decreto del Presidente della Repubblica.

In seguito, viene nominato un commissario straordinario per l'esercizio dei poteri e delle attribuzioni della Commissione, anche per il commissario straordinario si

applicano le disposizioni in materia di incompatibilità come per i membri della Commissione.

Sia il decreto di scioglimento che di nomina sono pubblicati nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica e svolgono inoltre la funzione di determinare il compenso dovuto al commissario straordinario.

Per quanto riguarda il compenso spettante al Presidente e ai membri della Consob sono determinati con un decreto del Presidente del Consiglio sempre su proposta del Ministro del Tesoro.

La Commissione è un organismo collegiale, come definito dalla l. 281/1985, infatti è presente una ripartizione delle attribuzioni tra Presidente e Commissione.

Tutte le riunioni della Commissione per essere considerate valide devono avere la presenza di almeno tre componenti.

Esistono due tipi di quorum: il costitutivo e il deliberativo. Quello costitutivo si ottiene con almeno tre componenti, mentre nel deliberativo almeno due e in quel caso il voto del Presidente ha maggior peso. Esistono però maggioranze diverse, per quanto riguarda l'inserimento di argomenti all'ordine del giorno la maggioranza è ottenuta con almeno tre voti favorevoli, mentre per tutte le altre deliberazioni e decisioni non meno di quattro voti favorevoli.

La Commissione si riunisce in riunioni che normalmente hanno cadenza settimanale, la modalità può anche essere quella mediante teleconferenza, l'ordine del giorno è deciso dal Comitato tecnico. Il Comitato tecnico è costituito dal Direttore generale della Consob e dai Funzionari generali.

La qualifica di Direttore generale attribuisce dei poteri e dei compiti da rispettare, tutti contenuti all'intero dell'art. 27 de Regolamento della Consob.

I.3 Le funzioni della Consob

Diverse sono le funzioni che la Commissione svolge nei confronti degli operatori e delle attività del mercato mobiliare. Queste si possono suddividere in tre sezioni:

1. Le funzioni normative
2. Le funzioni di vigilanza
3. Le funzioni di amministrazione

Partendo dalla funzione normativa, che consiste soprattutto nell'emanazione di regolamenti, è limitata da dei paletti imposti dalla l. n.262 del 2005 posti con il fine di far perseguire gli interessi predisposti dalla legge.

Una distinzione fondamentale è quella nell'ambito del sistema delle fonti, perché i regolamenti della Consob non possono essere ritenuti governativi, perché non prodotti dal Governo, non possono essere statali e per di più non sono neppure ascrivibili. Possono però essere definiti degli atti normativi posti in essere da un potere diverso dal Parlamento e dal Governo, ed attribuito ad una diversa autorità. La Consob, inoltre esercita il potere normativo anche attraverso l'uso di atti non dotati della forza del regolamento, come deliberazioni, comunicazioni e raccomandazioni.

Le funzioni di vigilanza comprendono tutte le attività che servono per il rispetto delle regole dettate tramite il potere normativo, secondo le quali devono attenersi gli operatori del mercato.¹⁴

Le regole sono imposte agli emittenti ed operatori imponendo di far arrivare al mercato tutte le informazioni e di far rispettare un comportamento consono.

Per quanto riguarda le informazioni, alla Consob spetta il potere di richiedere una serie di informazioni necessarie per il completamento dell'attività di vigilanza regolamentare¹⁵.

Secondo l'art 14 del Regolamento Consob, la Commissione può, se ne ritiene la necessità, svolgere delle ispezioni presso le banche o tutte le imprese di investimento sotto la propria vigilanza.

Tutte le informazioni che non sono destinate al pubblico hanno la copertura del segreto d'ufficio.

Tra le funzioni di vigilanza rientrano anche tutte le attività che la Consob svolge in ambito dei procedimenti cautelari e di rigore che vengono imposte agli intermediari, nei procedimenti che portano a sanzioni pecuniarie, attività che prima era svolta dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, ma che con la l. n.62 del 2005 ha attribuito alla Consob.

¹⁴ Annunziata F., La disciplina del mercato mobiliare nona edizione, Giappichelli, 2017, p. 63

¹⁵ La comunicazione alla Consob è obbligatoria se un soggetto acquisisce una partecipazione in una società quotata superiore all'1%; oppure, nell'ambito della trasparenza sulle offerte pubbliche, l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica d'acquisto se un soggetto supera il 30% del capitale in una società quotata

Le funzioni di amministrazione sono fondamentali per l'organizzazione del mercato dei titoli.

Prima della riforma attuata con il D.lgs. n.415 del 1996, la Consob approvava il nulla osta alla pubblicazione del prospetto da redigere in caso di quotazione in borsa, e svolgeva anche l'ammissione alla quotazione dei titoli. Dopo la riforma l'ammissione alla quotazione è passata alla società di gestione del mercato.

La funzione di amministrazione così come le altre due è stata accentuata tramite la l. n.262 del 2005, concedendo alla Consob di disporre la sospensione delle deliberazioni della società di gestione nell'ambito di ammissione o esclusione dalla quotazione.

La l. n. 262/2005 conferisce inoltre alla Consob il potere ispettivo.¹⁶

¹⁶ Le ispezioni, ai sensi del TUF, che la Consob può effettuare sono rivolte ai soggetti che compiono offerte fuori sede e sui loro promotori (art. 31, comma 7), presso gli organismi esteri che offrono quote di fondi non armonizzati (art. 42, comma 7), presso SICAV estere che offrono prodotti in Italia (art. 50, comma 2). Analogo potere può essere esplicato presso le società di gestione del mercato in relazione alla vigilanza sulle società e sui mercati (artt. 73 e 74), presso i gestori di sistemi di compensazione, liquidazione e garanzia (art. 77), presso la società di gestione accentrata (art. 82), presso società che compiono sollecitazioni al pubblico (artt. 97 e 103), presso società emittente di strumenti quotati o diffusi in modo rilevante (artt. 115 e 116) e presso committenti di sollecitazioni di deleghe di voto (art. 144).

CAPITOLO II

IL MERCATO FINANZIARIO E L'ATTIVITA' DELLA CONSOB

II.1-La vigilanza sui mercati e sugli intermediari finanziari

Il mercato finanziario è il luogo dove vengono eseguite tutte le operazioni, il quale oggetto è uno strumento finanziario, ad esempio azioni, obbligazioni o fondi comuni di investimento. Si divide in mercato primario, tutte le operazioni che riguardano nuove immissioni, e mercato secondario, tutte le negoziazioni di titoli già esistenti.

Un'altra divisione fondamentale è quella tra mercati regolamentati e mercati over the counter. Il funzionamento dei mercati regolamentati avviene nel rispetto delle regole stabilite dalle autorità di vigilanza, quindi anche dalla Consob, e anche dalle società di gestione dei mercati.

Il funzionamento dei mercati over the counter avviene senza l'uso di regole stabilite dall'autorità di vigilanza, ma adottano modalità e fasi operative di comune accordo.

L'ultima divisione è quella tra mercati monetari e mercati di capitali, i mercati monetari sono quelli in cui l'emissione e la negoziazione di strumenti finanziari di

breve periodo avviene in massimo 12 mesi, mentre per i mercati dei capitali in periodi superiori ad un anno.

Tra i soggetti cosiddetti in surplus e quelli in deficit si interpongono gli intermediari finanziari, essi sono degli agenti del sistema finanziario che svolgono attività finanziaria basata sulla produzione e negoziazione di strumenti finanziari e sull'offerta di servizi finanziari connessi alla circolazione degli strumenti finanziari stessi.

Gli intermediari finanziari si possono suddividere in:

1. Banche: L'attività di queste è quella di raccogliere fondi dai soggetti detti in surplus che verranno impiegati prevalentemente nella concessione di prestiti a soggetti in deficit. Inoltre, possono produrre servizi connessi con l'intermediazione mobiliare, servizi di consulenza e anche la gestione di patrimoni finanziari.
2. Intermediari creditizi non bancari: a differenza delle banche sono specializzati nell'attività creditizia che viene finanziata attraverso finanziamenti contratti con le banche ed anche emissione di titoli di debito.
3. Società di intermediazione mobiliare: le SIM sono specializzate nella produzione ed offerta di servizi di investimento nei mercati finanziari.
4. Società di gestione del risparmio: le SGR si occupano unicamente dell'istituzione, promozione e gestione di fondi comuni d'investimento e di fondi pensione

5. Compagnie assicuratrici: attraverso l'attività di assicurazione i premi raccolti vengono investiti in attività reali e finanziarie, con le quali si attingerà per il risarcimento dei rischi contrattualmente assicurati.

Tutti questi soggetti che hanno il potere di svolgere i servizi di investimento hanno l'obbligo di rispettare tutte le norme di comportamento regolate dal TUF e dai regolamenti Consob.¹⁷

Infatti, essi hanno l'obbligo di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza per servire al meglio l'interesse del cliente e per garantire l'integrità dei mercati.

I servizi di investimento si possono dividere in:

1. Negoziazione per conto proprio
2. Esecuzione di ordini per conto della clientela
3. La sottoscrizione e/o collocamento con/senza assunzione a fermo con/senza garanzia
4. La gestione individuale di portafoglio
5. La ricezione e trasmissione di ordini
6. La consulenza in materia di investimenti
7. La gestione di sistemi multilaterali di negoziazione

Tutti gli strumenti finanziari dei singoli clienti a qualsiasi titolo detenuti dalla banca formano un patrimonio distinto da quello dell'intermediario; quindi, non può per nessun motivo essere intaccato dai creditori dell'intermediario. Le azioni dei

¹⁷ Economia degli intermediari finanziari, Mc Graw Hill, 2021, p.466-468.

creditori dei singoli clienti sono ammesse solo nei limiti del patrimonio di proprietà di essi.

Per garantire la correttezza e la trasparenza dei comportamenti degli intermediari, la normativa richiede ad essi di fornire ai clienti informazioni appropriate in modo tale che possano comprendere la natura dei servizi di investimento, tutte le caratteristiche ed i rischi ad essi collegati, con il fine di poter scegliere il più adatto alle loro esigenze.

Le informazioni da fornire riguardano:

1. L'impresa di investimento, i rischi e le caratteristiche degli investimenti offerti
2. Costi e oneri, anche fiscali, degli strumenti finanziari
3. La natura, la frequenza e in quale data viene fornita la rendicontazione dell'attività svolta
4. Le sedi dove vengono eseguiti gli ordini
5. I conflitti di interesse e le misure di gestione di eventuali casi
6. Gli incentivi ricevuti e/o pagati da soggetti terzi

Se per qualsiasi motivo vi è una modifica alle informazioni fornite deve essere notificata tempestivamente al cliente.

Per quanto riguarda la forma contrattuale, la normativa impone la forma scritta per tutti i contratti di servizi di investimento, con l'obbligo di fornire una copia al cliente.

La nullità del contratto può essere fatta valere soltanto dal cliente; infatti, se il cliente sottoscrive un ordine di acquisto, senza però un contratto scritto, soltanto il cliente può decidere la nullità dell'ordine.¹⁸

La delibera Consob n. 17297 del 28/04/2010 ha imposto alle banche la compilazione annuale della "Relazione sulle modalità di svolgimento dei servizi di investimento".

La scadenza annuale è fissata entro il 31 marzo, e fa sempre riferimento all'anno passato.

È divisa in tre sezioni A,B,C ed ogni sezione ha diversi sottoparagrafi.

La sezione A è denominata informazioni generali e comprende:

1. Azionariato e gruppo
2. Esponenti aziendali
3. Organigramma
4. Sistema delle deleghe: in questo punto vengono definiti tutti i poteri
5. Rete commerciale: vengono segnalate le eventuali filiali e dove sono collocate
6. Operatività all'estero
7. Procedure di controllo interno: sono descritte le funzioni di revisione interna, gestione del rischio e conformità del rischio
8. Società incaricata della revisione legale dei conti

Nella sezione B vi sono tutte le informazioni sul piano strategico

¹⁸Annunziata F., La disciplina del mercato mobiliare nona edizione, Giappichelli, 2017,p. 364.

1. Politiche di prodotto/servizio: le tipologie di servizi prestati ed il catalogo dei prodotti offerti
2. Stime contenute nel budget
3. Politiche e criteri di incentivazione del personale
4. Valutazioni in termini di rischio di conformità in relazione alle individuate strategie, con particolare riguardo agli aspetti innovativi delle stesse.

La sezione C è intitolata informazioni sui servizi/attività svolti ed è divisa in:

1. Modalità di offerta adottate, clientela target e caratteristiche essenziali dei servizi/attività offerti
2. Execution/trasmission policy
3. Procedure interne per la classificazione della clientela
4. Criteri per la profilatura della clientela, dei prodotti e della misurazione di adeguatezza/appropriatezza degli investimenti
5. Conflitti d'interesse: principali tipologie, rimedi adottati e informativa sui conflitti non efficientemente gestiti
6. Operazioni personali: prescrizioni per i soggetti rilevanti in materia di operazioni personali e identifica, registrazione e verifica delle stesse.
7. Inducements
8. Strutture tecnologiche
9. Progetti di revisione in corso.

La tutela del risparmio e anche del consumatore trova fondamento nella Costituzione; infatti, l'art 47 della Costituzione sancisce il principio della tutela del risparmio.

Come disciplina l'art. 91 del T.U.F. la Consob esercita una vigilanza esclusiva sulle operazioni di appello al pubblico risparmio, avendo riguardo alla tutela degli investitori ed anche all'efficienza e alla trasparenza del mercato finanziario.

Per quanto riguarda la normativa sui fondi comuni di investimento, la Legge 77/83 affida alla Banca d'Italia i controlli di stabilità e alla Consob quelli di trasparenza, secondo un criterio per finalità.

Un passo fondamentale per il raggiungimento degli obiettivi dell'azione di vigilanza, anche se solo rivolto agli intermediari, è avvenuto con l'emanazione del Testo unico bancario attraverso il d. lgs. 385/93.

Ad oggi con il passare degli anni le competenze della Consob sono state ampliate dalla legge stessa.

Per quanto riguarda l'irrogazione delle sanzioni amministrative venivano in precedenza comminate dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, con la legge n. 62 del 2005 il potere è passato in via esclusiva alla Consob e alla Banca d'Italia, per la violazione delle norme di rispettiva competenza.¹⁹

Entrambe fanno parte del SEVIF (Sistema europeo di vigilanza finanziaria), composto da tutte le autorità bancarie e delle assicurazioni europee.

¹⁹ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa., Ordinamento e compiti istituzionali della Consob, Edizioni giuridiche Simone, 2006, p. 100-103.

La più importante è l'ESMA (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) ed ha il compito di assicurare che le norme comunitarie vengano interpretate ed applicate in tutti gli stati dell'unione, limitando di conseguenza l'autonomia decisionale della Consob.

II.2- Insider trading e fenomeni di abuso di mercato

Come affrontato nel precedente paragrafo l'informazione in ambito finanziario deve essere chiara ed efficiente, dall'altro lato della medaglia però la divulgazione di informazioni riservate possono influenzare le decisioni degli investitori.

La disciplina sul market abuse ha come scopo finale quello di assicurare l'integrità dei mercati finanziari accrescendo così la fiducia degli investitori.²⁰

Esistono due tipologie di abusi di mercato: la manipolazione del mercato e l'abuso di informazione privilegiata o anche detta insider trading.

Prima di affrontare il concetto di insider trading va fatta una distinzione.

L'informazione riservata è un'informazione che non è stata ancora resa pubblica e che riguarda la conoscenza di fatti, passati o presenti, oppure di previsioni future.

²⁰ In tal senso si esprime la direttiva 2003/6/CE del parlamento europeo e del consiglio relativa al tema degli abusi di mercato: "L'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato sono di ostacolo alla reale e piena trasparenza del mercato, che è requisito fondamentale perché tutti gli operatori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati".

Se l'informazione riguarda eventi passati con quindi una base oggettiva su cui basarsi è detta materiale, mentre se si basa su previsioni prende il nome di immateriale.

L'informazione privilegiata invece consiste nella conoscenza di eventi specifici o della probabilità di quelli futuri che causano una variazione dei prezzi dei titoli nel mercato finanziario, inoltre devono verificarsi due condizioni per la realizzazione. La prima condizione si verifica se ogni altro fattore fosse tenuto costante, influenzerebbe il prezzo dei titoli.

La seconda invece è che deve essere possibile sfruttare l'informazione da parte di un individuo prima che diventi di dominio pubblico.

La differenza tra privata e privilegiata risiede nel fatto che l'informazione privilegiata è già stata prodotta e quindi appartiene a qualcun altro.

L'informazione privilegiata può essere ottenuta in due modi, il primo è direttamente; quindi, data la carica che l'individuo ricopre, come un amministratore di una società, oppure se viene scoperta casualmente. Dato che sono i primi ad avere l'informazione, prendono il nome di insider primari.

Se invece l'informazione viene ottenuta dagli insider primari, quindi indirettamente, l'individuo è soprannominato insider secondario.²¹

Chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità:

²¹ Borsa Italiana, La compravendita di strumenti finanziari da parte un insider, che è a conoscenza di informazioni privilegiate, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/insidertrading.htm>

1. Acquista, vende o compie operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari influenzato dall'informazione privilegiata.
2. Comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro.
3. Raccomanda o induce qualcun altro al compimento delle operazioni indicate²².

Commette un illecito penale e amministrativo di abuso di informazioni privilegiate.

Commette il reato chi utilizza un'informazione di carattere preciso che, se resa pubblica, potrebbe influire sui prezzi dei titoli in quanto presumibilmente un investitore utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento.²³

La manipolazione di mercato viene definita dall'art. 185 del D.lgs. n. 58/1998, e si ha in corrispondenza di:

1. Operazioni oppure ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari

²² Art. 184 del TUF

²³ Armento A., Prepararsi alla MiFID II, EcrA 2017, p.103.

2. Operazioni oppure ordini di compravendita che consentono, tramite l'azione di una o più persone che agiscono insieme, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale.
3. Operazioni od ordini di compravendita che utilizzano artifici od altro tipo di inganno o di espediente.²⁴

Per individuare i casi di insider trading e manipolazione del mercato è stata creata la procedura di Market Abuse Detection, anche detta M.A.D.

Tale procedura ha lo scopo di individuare la potenziale presenza degli abusi, tramite lo studio di alcune variabili finanziarie nel tempo. Le variabili finanziarie rappresentano i flussi informativi delle negoziazioni dei titoli quotati sui mercati finanziari disponibili presso un'autorità di vigilanza.

La variabile finanziaria e il suo relativo esame richiede un modello di riferimento per ogni variabile, e tali modelli servono ad impostare delle soglie dinamiche, il cui superamento fa scattare un alert della variabile esaminata.

Una volta individuati gli alert, la calibrazione di una procedura M.A.D. consiste nella calibrazione dei modelli di riferimento degli stessi, e nella individuazione di un sistema che consenta di interpretare in maniera congiunta i diversi alert.

L'individuazione e la calibrazione degli alert è frutto delle analisi dei fenomeni di insider trading e manipolazione del mercato rilevati dalla Consob, ma anche da ciò che la teoria dei mercati finanziari e l'esperienza di vigilanza suggeriscono.

²⁴ Art. 187 ter TUF

I flussi informativi vanno analizzati per poter poi costituire delle variabili finanziarie che nel tempo possano segnalare gli eventuali fenomeni di abuso di mercato. Ad esempio, i prezzi di negoziazione vengono analizzati in termini di rendimenti, tramite lo studio della dinamica del logaritmo.

Le quantità negoziate sul mercato dagli agenti vengono esaminate in termini di volumi di negoziazioni giornaliere secondo uno schema di autocorrelazione.

Mentre la denominazione degli agenti è esaminata in proporzione alle quantità negoziate dagli stessi in un giorno, soffermandosi sulla profondità del mercato ma anche sulla presenza di operatori dominanti.²⁵

Il mercato si può scomporre in due stadi di approfondimento:

1. Il livello di concentrazione degli intermediari, ovvero il numero degli intermediari e la relativa quota-parte dei volumi negoziati.
2. L'evoluzione della concentrazione degli intermediari.

Dopo lo studio di queste indicazioni sono state costituite quattro variabili:

1. Andamento dei volumi di negoziazione del titolo
2. Andamento dei rendimenti del titolo
3. Andamento della concentrazione di mercato statica
4. Andamento della concentrazione di mercato dinamica.

Negli ultimi anni con l'avvento dell'intelligenza artificiale anche i fenomeni di abuso di mercato hanno avuto delle modifiche.

²⁵ Minenna M., L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo, 2003, p. 17.

Infatti, l'AI può ricoprire un duplice ruolo nei market abuse, sia quello di elemento strutturale ma anche quello di attrice/ideatrice. L'AI può utilizzare informazioni privilegiate, anche generate da sé stessa, per conseguire un illecito profitto di mercato.

Esistono due tipologie di fenomeni di abuso di mercato legati all'intelligenza artificiale.

Il primo è denominato Tipping e consiste nella comunicazione dell'informazione privilegiata a terzi senza un giustificato motivo.

Il secondo è conosciuto come Tuyautage ovvero una raccomandazione a terzi di operare in modi convenienti sulla base di informazioni privilegiate.

Il vantaggio competitivo dato dalla velocità di processo dell'AI nel HFT espone il mercato al rischio di flash crash, vi è inoltre la possibilità di comportamenti collusivi fra più intelligenze artificiali che amplificano l'alterazione dei mercati.

Al giorno d'oggi i social consentono a ciascuno di essere fruitore e produttore di notizie, e se vengono uniti alla comunicazione dei trader algoritmici vanno, grazie alle loro capacità di acquisire ed elaborare informazioni da qualsiasi fonte, a produrre un effetto di rimbalzo sul prezzo degli strumenti finanziari.

Nell'era dei social network le intelligenze artificiali si possono alimentare con le informazioni reperite in rete.

Tramite la delibera n. 23203 del 12 luglio 2024, la Consob si riorganizza, mettendo le pratiche e le competenze che riguardano i temi dell'informatica e dell'AI tra i propri pilastri.²⁶

II.3- Direttiva MiFID II

Il 3 gennaio 2018 la nuova direttiva MiFID II (2014/65/EU) ha sostituito, insieme alla MiFIR, la vecchia direttiva MiFID I (2004/39/CE) la quale era in vigore dal 31 gennaio 2007.

La vecchia direttiva prevedeva 3 pilastri ed era operativa in 30 paesi Europei.

I 3 pilastri erano:

1. Assicurare la tutela degli investitori
2. Promuovere la trasparenza
3. Favorire l'accesso al mercato e la concorrenza.

Le novità furono per i mercati secondari, i quali si videro abolire l'obbligo della concentrazione degli scambi e dei requisiti di trasparenza prima dello scambio.

Un'ulteriore novità ci fu nel settore dei servizi di investimento, la quale gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione e consulenza finanziaria indipendente fu modificata.

²⁶Aliperto Domenico, Informatica e intelligenza artificiale i pilastri della “nuova” Consob, <https://www.corrierecomunicazioni.it/digital-economy/informatica-e-intelligenza-artificiale-i-pilastri-della-nuova-consob/>

La direttiva MiFID II ha portato ulteriori innovazioni nei mercati finanziari:

1. La direttiva prevede di indirizzare le vendite dei prodotti finanziari in base al cliente, creando così dei target di clienti specifici. I prodotti offerti devono però essere disegnati e circoscritti in relazione a un target finalizzato alle esigenze del cliente, come ad esempio la propensione al rischio o la capacità di investimento.
2. La preparazione e formazione del personale è diventata uno dei punti cardine della nuova direttiva; infatti, le imprese finanziarie devono poter garantire e saper dimostrare alle autorità di vigilanza che il personale che offre i servizi di investimento abbia competenze adeguate e conoscenza dei prodotti offerti.
3. Le imprese, inoltre, con la nuova direttiva non possono incentivare i venditori ad offrire altri servizi, rispetto a quelli più aderenti alle esigenze del cliente, solo per una maggiore remunerazione per l'impresa.
4. Nel campo dell'adeguatezza la direttiva MiFID II ha ristretto il campo dei prodotti per i quali è possibile prestare un servizio di sola esecuzione dell'ordine, senza un'adeguata valutazione dell'operazione.
5. Maggiore potere per le autorità di vigilanza nazionali e sovranazionali, che dalla nuova direttiva possono proibire o limitare la vendita o il collocamento di alcuni strumenti finanziari che andrebbero a modificare il rischio degli investitori oppure la stabilità finanziaria del sistema.

6. Per quanto riguarda le consulenze in ambito finanziario, le imprese hanno l'obbligo di comunicare al cliente se l'offerta di consulenza è fornita da attori indipendenti oppure no.
7. Per quanto riguarda la comunicazione al cliente, devono essere sempre indicati i costi dei servizi anche quello di consulenza, questa misura rende più trasparente e immediato l'ammontare degli oneri in capo all'investitore.
8. Fondamentale nella nuova direttiva è la comunicazione, infatti, l'impresa che svolge una consulenza oppure gestisce un portafoglio non solo ha l'obbligo di fornire le corrette informazioni ma ha anche quello di raccogliere le informazioni che riguardano i clienti. Va svolta una profilatura approfondita insieme a tutte le esigenze per poi offrire al cliente il prodotto a lui più consono.

Nel caso di consulenza in materia di investimenti ma anche di gestione del portafoglio è obbligatorio, per un'impresa come una banca, verificare l'adeguatezza, ovvero che i servizi offerti vengano compresi dal cliente, in materia di caratteristiche e profilo di rischio e quindi rendimento, che corrispondano agli obiettivi di investimento e che i relativi rischi di investimento siano adeguati al suo patrimonio.

Per questo le banche hanno un questionario di profilatura che richiede la conoscenza ed esperienza in materia di investimenti, la situazione finanziaria e gli obiettivi di investimento del cliente.

Dal 1° novembre 2007 è stato introdotto il questionario MiFID²⁷ utile per verificare che l'operazione consigliata corrisponda agli obiettivi, che il cliente sia in grado di sopportare il rischio e verificare le conoscenze e competenze.

Il questionario si divide in cinque sezioni:

1. La sezione dei dati anagrafici dove viene richiesta l'età, la professione e se legata all'ambito finanziario e il livello di istruzione.
2. La sezione B è legata all'esperienza finanziaria e alle conoscenze possedute dal cliente. Tramite delle domande in ambito finanziario viene profilato il cliente, riuscendo a valutare la propria comprensione dei rischi associati all'investimento, nonché alla relazione tra rischio e rendimento dei prodotti finanziari.
3. La sezione C valuta la situazione finanziaria del cliente indagando sulle principali fonti di reddito, la capacità reddituale ed il relativo risparmio annuo, la consistenza patrimoniale, le eventuali persone a carico e gli impegni finanziari.
4. La sezione D riguarda gli obiettivi di investimento e propensione al rischio, soffermandosi sulla durata che si vuole dare, la perdita massima da accettare per comprendere l'attitudine al rischio.
5. L'ultima sezione, introdotta successivamente, riguarda le preferenze in materia di sostenibilità.

²⁷ Tramite la Direttiva di attuazione 2006/39/CE suggerisce all'intermediario di richiedere al cliente le seguenti informazioni.

Conclusioni

Pertanto, la Consob, sin dalla sua istituzione, ha avuto un'importanza fondamentale per quanto riguarda la garanzia della trasparenza e dell'integrità dell'investimento nel mercato finanziario italiano. Procedura complessa e articolata, la Consob, con il passare del tempo, grazie anche all'evolversi della stessa normativa a livello internazionale, ha saputo adattarsi per rispondere alle sfide sempre più evolute che il mercato e gli intermediari le pongono. Le funzioni di vigilanza sui mercati e sugli emittenti, sommate a tutele contro l'insider trading e l'abuso di mercato, disegnano un quadro ideale di permanenza fiscale e competitività del sistema bancario e finanziario.

Il regime MiFID II ha rafforzato ulteriormente il quadro normativo europeo in questi casi, incrementando le protezioni e la trasparenza nel mercato.

Pertanto, il ruolo della Consob rimane centrale per il corretto funzionamento del mercato finanziario italiano, contribuendo alla stabilità del sistema economico nazionale e alla protezione dei risparmiatori.

Bibliografia

Annunziata F., La disciplina del mercato mobiliare nona edizione, Giappichelli, 2017

Armento A., Prepararsi alla MiFID II, Ecra 2017

Cardi E., L'istituzione Consob: funzioni e struttura, Giuffrè, 1993

Cavazzuti F., la Consob e la regolazione dei mercati finanziari, 2000

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa., Ordinamento e compiti istituzionali della Consob, Edizioni giuridiche Simone, 2006

Costi R., Il mercato mobiliare dodicesima edizione, Giappichelli, 2020

Economia degli intermediari finanziari, Mc Graw Hill, 2021

Minenna M., L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo, 2003

Ranieri R., La MiFID- come è cambiato il TUF, Sistemi editoriali, 2008

Spaventa L., La CONSOB come Autorità amministrativa indipendente, 1999.

SITOGRAFIA

www.consob.it

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/insidertrading.htm>

<https://www.corrierecomunicazioni.it/digital-economy/informatica-e-intelligenza-artificiale-i-pilastri-della-nuova-consob/>

[https://www.treccani.it/enciclopedia/il-caso-montepaschi-e-i-limiti-della-vigilanza_\(Il-Libro-dell'Anno\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/il-caso-montepaschi-e-i-limiti-della-vigilanza_(Il-Libro-dell'Anno)/)