

INDICE SOMMARIO

| | |
|---|------|
| <i>Presentazione</i> | XIII |
| <i>Presentazione della seconda edizione</i> | XV |
| <i>Presentazione della terza edizione</i> | XVII |
| <i>Presentazione della quarta edizione</i> | XIX |
| <i>Elenco delle abbreviazioni</i> | XXI |

PARTE I

IL MERCATO DEI CAPITALI E LA SUA DISCIPLINA GIURIDICA

CAPITOLO I

IL MERCATO DEI CAPITALI

| | |
|--|----|
| 1. Il sistema finanziario | 3 |
| 1.1. Le caratteristiche fondamentali dell'economia di mercato | 3 |
| 1.2. La circolazione del denaro | 4 |
| 2. Gli ostacoli alla circolazione del denaro | 6 |
| 2.1. I costi di transazione | 6 |
| 2.2. Le asimmetrie informative | 7 |
| 2.2.1. L'azzardo morale | 8 |
| 2.2.2. Gli <i>agency problem</i> | 8 |
| 2.2.3. La selezione avversa | 9 |
| 2.3. La diversità nelle preferenze | 10 |
| 3. L'intermediazione bancaria e il mercato dei capitali | 11 |
| 3.1. L'intermediazione bancaria | 11 |
| 3.1.1. L'interposizione della banca come controparte centrale | 11 |
| 3.1.2. L'eliminazione del rapporto diretto tra unità in <i>surplus</i> e unità in <i>deficit</i> | 12 |
| 3.1.3. La trasformazione dei rischi e delle scadenze | 12 |
| 3.2. Il mercato dei capitali | 14 |
| 3.2.1. Servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio | 14 |
| 3.2.2. Il ruolo degli intermediari reputazionali e la disciplina legale di trasparenza | 15 |

INDICE SOMMARIO

| | | |
|------|---|----|
| | 3.2.3. Mercato secondario e diversificazione | 16 |
| | 3.2.4. Innovazione digitale e <i>Fintech</i> | 18 |
| | 3.3. Esiste un modello preferibile di intermediazione? | 19 |
| 4. | Gli strumenti finanziari | 21 |
| 4.1. | Strumenti di debito e strumenti di capitale | 22 |
| 4.2. | Gli strumenti derivati | 23 |
| | 4.2.1. Strumenti derivati e mercato dei capitali | 24 |
| | 4.2.2. Struttura e funzione degli strumenti derivati | 25 |
| 4.3. | Le quote di Oicr | 26 |
| 4.4. | Strumenti finanziari, valori mobiliari e prodotti finanziari. | 28 |

CAPITOLO II

LA DISCIPLINA GIURIDICA DEL MERCATO DEI CAPITALI

| | | |
|------|--|----|
| 1. | Perché il diritto disciplina il mercato dei capitali? | 31 |
| 2. | L'approccio economico | 32 |
| 2.1. | Le imperfezioni del mercato dei capitali. | 33 |
| | 2.1.1. Esternalità negative e beni pubblici | 33 |
| | 2.1.2. Asimmetrie informative e situazioni di mercato non competitivo | 36 |
| 2.2. | I costi dell'intervento del diritto | 37 |
| 2.3. | Le condizioni di efficienza della disciplina giuridica | 38 |
| | 2.3.1. Il teorema di Coase | 39 |
| | 2.3.2. Alcune importanti precisazioni. | 40 |
| 3. | La teoria delle scelte pubbliche. | 41 |
| | 3.1. Processo politico e gruppi di interesse. | 42 |
| | 3.2. Le scelte pubbliche nel diritto del mercato dei capitali | 43 |
| 4. | La prospettiva della giustizia | 43 |
| 4.1. | Giustizia commutativa e distributiva nel diritto del mercato dei capitali | 44 |
| 4.2. | Uno sguardo di sintesi | 45 |

CAPITOLO III

LE CARATTERISTICHE DEL DIRITTO DEL MERCATO DEI CAPITALI

| | | |
|------|--|----|
| 1. | Il diritto del mercato dei capitali | 49 |
| 2. | Un diritto speciale | 50 |
| 2.1. | La necessità di norme che rimedino alle insufficienze del diritto comune. | 51 |
| 2.2. | <i>Standard</i> e <i>rule</i> nella disciplina del mercato dei capitali | 52 |
| 2.3. | Alcuni profili problematici. | 54 |
| 3. | Il ruolo delle autorità di vigilanza | 55 |
| 3.1. | Le autorità di vigilanza. | 56 |

| | | |
|------|---|----|
| 3.2. | <i>Quis custodiet ipsos custodes?</i> | 57 |
| 3.3. | La ripartizione delle competenze di vigilanza | 58 |
| 4. | La dimensione europea | 59 |
| 4.1. | Il fondamento e l'ambito di intervento | 60 |
| 4.2. | L'evoluzione della disciplina | 61 |
| 4.3. | Il diritto europeo del mercato dei capitali dopo la crisi | 62 |
| 4.4. | <i>Capital Markets Union</i> , finanza sostenibile e transizione digitale | 63 |
| 4.5. | La procedura Lamfalussy e il ruolo dell'ESMA. | 65 |

PARTE II

LA DISCIPLINA DEGLI EMITTENTI

CAPITOLO I

RICORSO AL MERCATO DEI CAPITALI E STRATEGIE NORMATIVE

| | | |
|------|--|----|
| 1. | Asimmetrie informative, <i>agency problem</i> e modelli giuridici. | 71 |
| 2. | La disciplina di trasparenza | 72 |
| 2.1. | L'informazione al mercato dei capitali | 73 |
| 2.2. | È necessario un obbligo legale di trasparenza? | 74 |
| 2.3. | La funzione dell'informazione al mercato dei capitali | 75 |
| 3. | Le regole di governo societario | 77 |
| 3.1. | <i>Agency problem</i> e assetti proprietari dell'impresa. | 77 |
| 3.2. | Funzione e struttura delle regole di <i>corporate governance</i> | 78 |

CAPITOLO II

LA DISCIPLINA DI TRASPARENZA

| | | |
|--------|--|----|
| 1. | L'informazione al mercato primario | 81 |
| 1.1. | L'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita. | 81 |
| 1.2. | Il procedimento di offerta al pubblico di valori mobiliari. | 83 |
| 1.3. | Offerta al pubblico e <i>FinTech</i> | 85 |
| 2. | Il prospetto informativo e la disciplina dell'offerta. | 86 |
| 2.1. | Il prospetto informativo | 86 |
| 2.1.1. | La funzione del prospetto. | 87 |
| 2.1.2. | Contenuto e struttura del prospetto. | 90 |
| 2.1.3. | Il c.d. passaporto europeo | 92 |
| 2.2. | La disciplina dell'offerta | 93 |
| 2.3. | Le esenzioni | 94 |
| 2.3.1. | La sproporzione tra i costi di compliance e le caratteristiche dell'operazione | 94 |

INDICE SOMMARIO

| | |
|--|-----|
| 2.3.2. Le fattispecie che rendono efficiente una soluzione di mercato | 95 |
| 2.3.3. Le caratteristiche dell'emittente | 97 |
| 3. Le strategie normative per assicurare la correttezza dell'informazione al mercato primario | 98 |
| 3.1. I controlli <i>ex ante</i> | 99 |
| 3.1.1. Le strategie di <i>gatekeeping</i> | 100 |
| 3.1.2. Il rapporto tra controlli privati e approvazione dell'autorità di vigilanza | 101 |
| 3.2. I poteri dell'autorità di vigilanza durante l'offerta | 102 |
| 3.3. Le sanzioni | 103 |
| 3.3.1. Le disposizioni penali e amministrative | 103 |
| 3.3.2. La responsabilità da prospetto | 105 |
| 4. L'informazione al mercato secondario | 108 |
| 4.1. La disciplina delle informazioni privilegiate. | 110 |
| 4.1.1. La nozione di informazione privilegiata. | 110 |
| 4.1.2. Le modalità di diffusione e la disciplina del ritardo nella comunicazione | 113 |
| 4.2. L'informazione societaria | 114 |
| 4.2.1. L'informazione finanziaria | 115 |
| 4.2.2. Le operazioni straordinarie | 115 |
| 4.2.3. Gli assetti proprietari e le "altre informazioni" | 116 |
| 4.3. Le disposizioni generali in materia di informazioni regolamentate | 118 |
| 5. Le strategie normative per assicurare la correttezza dell'informazione al mercato secondario. | 119 |
| 5.1. I controlli <i>ex ante</i> | 119 |
| 5.2. Le sanzioni penali e amministrative | 120 |
| 5.3. Il problema della responsabilità da false informazioni al mercato secondario | 122 |
| 5.3.1. Solo una questione di giustizia distributiva? | 123 |
| 5.3.2. La disciplina della responsabilità civile | 124 |
| 5.3.3. La responsabilità degli analisti finanziari | 126 |

CAPITOLO III

LE REGOLE DI GOVERNO SOCIETARIO

| | |
|---|-----|
| 1. Diritto del mercato dei capitali e regole di <i>corporate governance</i> | 129 |
| 2. Le norme a tutela delle minoranze | 130 |
| 2.1. La disciplina degli organi di gestione | 130 |
| 2.2. Le operazioni con parti correlate | 133 |
| 2.2.1. La disciplina di trasparenza. | 133 |
| 2.2.2. I presidi di correttezza | 134 |
| 2.3. I diritti di <i>voice</i> | 135 |
| 2.4. La disciplina delle partecipazioni reciproche | 136 |
| 3. I diritti dei soci | 137 |

INDICE SOMMARIO

| | | |
|--------|--|-----|
| 3.1. | La legittimazione all'intervento in assemblea | 137 |
| 3.2. | La disciplina dell'assemblea | 139 |
| 3.3. | Le deleghe di voto | 141 |
| 3.4. | Il voto plurimo | 143 |
| 4. | Il sistema dei controlli | 144 |
| 4.1. | L'organo di controllo interno | 145 |
| 4.2. | Il revisore legale dei conti | 147 |
| 4.3. | L'autorità di vigilanza | 150 |
| 5. | Le offerte pubbliche di acquisto | 150 |
| 5.1. | Le offerte pubbliche di acquisto volontarie | 151 |
| 5.1.1. | Il modello economico | 152 |
| 5.1.2. | La disciplina delle difese | 153 |
| 5.1.3. | Le regole di trasparenza. | 155 |
| 5.1.4. | La disciplina del procedimento | 156 |
| 5.2. | L'offerta pubblica di acquisto obbligatoria | 158 |
| 5.2.1. | La soglia rilevante per l'obbligo di offerta pubblica. | 158 |
| 5.2.2. | L'acquisto di concerto, la rilevanza degli strumenti finanziari derivati e l'acquisto indiretto | 160 |
| 5.2.3. | Il corrispettivo dell'offerta e la disciplina del procedimento. | 162 |
| 5.2.4. | Le esenzioni | 163 |
| 5.2.5. | Le sanzioni | 166 |
| 5.3. | L'offerta pubblica di acquisto residuale e il diritto di <i>squeeze-out</i> | 167 |

PARTE III

LA DISCIPLINA DEGLI INTERMEDIARI

CAPITOLO I

LA DISCIPLINA GENERALE DELL'INTERMEDIAZIONE

| | | |
|------|---|-----|
| 1. | Gli intermediari nel diritto del mercato dei capitali | 171 |
| 2. | L'accesso all'attività. | 173 |
| 2.1. | La riserva di attività | 174 |
| 2.2. | Riserva di attività e condizioni per l'autorizzazione | 176 |
| 2.3. | I requisiti per gli esponenti aziendali. | 178 |
| 2.4. | I requisiti per i partecipanti al capitale | 182 |
| 2.5. | Il procedimento di autorizzazione | 184 |
| 2.6. | La disciplina delle partecipazioni qualificate | 186 |
| 2.7. | L'operatività transfrontaliera | 188 |
| 3. | La vigilanza sullo svolgimento dell'attività. | 191 |
| 3.1. | I poteri informativi e di indagine | 192 |
| 3.2. | I poteri ispettivi. | 194 |
| 3.3. | La vigilanza di gruppo | 195 |

| | | |
|------|---|-----|
| 3.4. | I poteri di intervento | 196 |
| 3.5. | Assetti organizzativi e sistema dei controlli | 197 |
| 3.6. | I poteri sanzionatori | 200 |
| 4. | La disciplina della crisi. | 203 |
| 4.1. | L'amministrazione straordinaria. | 204 |
| 4.2. | La liquidazione coatta amministrativa | 206 |
| 4.3. | Il risanamento e la risoluzione delle SIM | 208 |
| 4.4. | I sistemi di indennizzo | 210 |

CAPITOLO II

I SERVIZI DI INVESTIMENTO

| | | |
|--------|--|-----|
| 1. | La prestazione dei servizi di investimento | 213 |
| 1.1. | I servizi di investimento | 215 |
| 1.2. | I servizi accessori | 218 |
| 2. | Le regole di comportamento | 219 |
| 2.1. | La classificazione della clientela. | 219 |
| 2.2. | La disciplina del contratto. | 222 |
| 2.3. | Le regole di trasparenza | 225 |
| 2.4. | Il controllo nel merito dell'investimento | 226 |
| 2.4.1. | La valutazione di adeguatezza | 227 |
| 2.4.2. | Il controllo di appropriatezza | 229 |
| 2.4.3. | Il regime di <i>execution only</i> | 230 |
| 2.4.4. | La generalizzazione della valutazione di adeguatezza | 230 |
| 2.5. | La <i>product governance</i> | 231 |
| 2.5.1. | La <i>product governance</i> del produttore | 233 |
| 2.5.2. | La <i>product governance</i> del distributore | 234 |
| 2.5.3. | La <i>product intervention</i> | 236 |
| 2.5.4. | Gli effetti distributivi del regime di <i>product governance</i> . . . | 236 |
| 2.6. | L'esecuzione degli ordini | 238 |
| 2.7. | La disciplina dei conflitti di interesse | 239 |
| 2.8. | Le regole applicabili ai prodotti finanziari, bancari e assicurativi. . | 242 |
| 3. | L'offerta fuori sede | 244 |
| 4. | Le tecniche di comunicazione a distanza | 247 |
| 5. | L' <i>enforcement</i> delle regole di comportamento | 248 |
| 5.1. | La disciplina pubblicistica | 249 |
| 5.2. | I rimedi civilistici | 249 |
| 5.2.1. | La giurisprudenza sul "risparmio tradito" | 250 |
| 5.2.2. | Diritto comune dei contratti e tutela dell'investitore | 252 |
| 5.2.3. | Quale rimedio civilistico per le violazioni delle regole di <i>product governance</i> ? | 253 |
| 5.3. | La tutela processuale degli investitori | 256 |

INDICE SOMMARIO

CAPITOLO III IL RISPARMIO GESTITO

| | | |
|------|--|-----|
| 1. | La gestione collettiva del risparmio. | 259 |
| 2. | I fondi comuni di investimento | 260 |
| 2.1. | Le tipologie di fondi | 263 |
| 2.2. | I fondi UCITS | 264 |
| 2.3. | I fondi alternativi | 265 |
| 3. | Sicav e Sicaf | 267 |
| 4. | La disciplina della gestione del risparmio | 269 |
| 4.1. | Le regole di comportamento | 269 |
| 4.2. | Le politiche di impegno e le strategie di investimento | 272 |
| 4.3. | L' <i>enforcement</i> delle regole di comportamento | 274 |
| 4.4. | Funzione e disciplina del depositario | 275 |
| 5. | La commercializzazione di Oicr | 277 |
| 5.1. | Una pluralità di prospettive | 277 |
| 5.2. | La disciplina applicabile | 278 |

PARTE IV LA DISCIPLINA DEI MERCATI

CAPITOLO I IL MERCATO SECONDARIO

| | | |
|------|---|-----|
| 1. | Circolazione del denaro e mercato secondario | 285 |
| 2. | Le infrastrutture di mercato. | 286 |
| 2.1. | Le sedi di negoziazione | 287 |
| 2.2. | Le strutture di <i>post trading</i> | 288 |
| 2.3. | La regolamentazione delle infrastrutture di mercato | 290 |
| 3. | La tutela della fiducia nell'integrità del mercato | 290 |
| 3.1. | La repressione degli abusi di mercato | 291 |
| 3.2. | La disciplina delle agenzie di <i>rating</i> e degli analisti finanziari. | 293 |

CAPITOLO II LE INFRASTRUTTURE DI MERCATO

| | | |
|--------|---|-----|
| 1. | Le operazioni sul mercato secondario | 297 |
| 2. | La disciplina delle sedi di negoziazione | 299 |
| 2.1. | I mercati regolamentati | 299 |
| 2.1.1. | Il regolamento del mercato | 299 |
| 2.1.2. | L'ammissione a quotazione e il <i>delisting</i> | 300 |

INDICE SOMMARIO

| | |
|---|-----|
| 2.1.3. Il gestore del mercato regolamentato | 302 |
| 2.1.4. L'autorizzazione dei mercati regolamentati e l'attività di vigilanza. | 303 |
| 2.2. Le sedi di negoziazione alternative | 305 |
| 2.2.1. I sistemi multilaterali di negoziazione | 305 |
| 2.2.2. I sistemi organizzati di negoziazione. | 306 |
| 2.3. Gli internalizzatori sistematici. | 307 |
| 2.4. La disciplina di trasparenza e gli obblighi di negoziazione | 308 |
| 2.5. <i>High frequency trading</i> e <i>short selling</i> | 310 |
| 3. Le strutture di <i>post trading</i> | 312 |
| 3.1. I sistemi di compensazione | 312 |
| 3.2. I servizi di regolamento | 314 |
| 3.3. La gestione accentrata di strumenti finanziari. | 315 |
| 3.3.1. La disciplina del depositario centrale | 315 |
| 3.3.2. Dematerializzazione e regime della gestione accentrata . . . | 316 |

CAPITOLO III

LA DISCIPLINA DEGLI ABUSI DI MERCATO

| | |
|--|-----|
| 1. Il sistema per la repressione del <i>market abuse</i> | 321 |
| 2. L'abuso di informazioni privilegiate | 323 |
| 2.1. Le condotte vietate | 323 |
| 2.2. Gli <i>insider</i> | 325 |
| 3. La manipolazione del mercato | 326 |
| 3.1. La manipolazione informativa. | 326 |
| 3.2. La manipolazione operativa | 327 |
| 4. Il sistema di <i>enforcement</i> | 329 |
| 4.1. Le sanzioni amministrative | 330 |
| 4.2. I poteri dell'autorità di vigilanza | 333 |
| 4.3. Le disposizioni penali | 334 |

| | |
|-----------------------------------|-----|
| <i>Indice analitico</i> | 337 |
|-----------------------------------|-----|

PRESENTAZIONE

Wise parents do not hesitate to learn from their children. La famosa osservazione di Guido Calabresi vale, analogicamente, anche per gli insegnanti: le domande degli studenti, le discussioni in classe, le sorprese che alcune spiegazioni possono riservare, sono una formidabile compagnia per chiarire le idee e approfondire la conoscenza. Così, bastano poche lezioni in un'aula universitaria per capire che un'adeguata comprensione del diritto del mercato dei capitali non può prescindere da una realistica percezione dei problemi regolati e delle dinamiche da cui originano le scelte normative. Allo stesso modo, sono sufficienti pochi minuti con una platea di operatori del settore per realizzare come sia urgente che le regole, spesso troppo analitiche e in continua evoluzione, siano costantemente ordinate a sistema.

Le pagine che seguono provano a fare tesoro di oltre un decennio di insegnamento, in un momento di particolare delicatezza per il diritto europeo del mercato dei capitali. Le crisi economiche di inizio millennio hanno dimostrato con chiarezza l'insufficienza di una disciplina di mercato non accompagnata da regole giuridiche che realizzino un equilibrato temperamento degli interessi in gioco. Nondimeno, il relativo processo normativo è ancora ampiamente *in progress*. Nel massiccio intervento regolamentare che ha caratterizzato le recenti politiche dell'Unione europea è, certo, rinvenibile la volontà di superare le rigidità del finanziamento bancario alle imprese e di consentire una remunerazione del risparmio idonea a soddisfare le crescenti esigenze previdenziali. L'effettiva capacità della disciplina armonizzata nel realizzare gli scopi perseguiti non pare, tuttavia, affatto sicura: la persistente difficoltà della ripresa economica e l'esito della recente consultazione referendaria nel Regno Unito sono indici drammatici di un assetto ancora incompiuto. Di qui l'utilità di un approccio critico e sistematico alle regole sul mercato dei capitali: che consideri con realismo il processo politico sottostante le norme e, nel contempo,

discuta la conformità della disciplina vigente a canoni di efficienza e di giustizia.

Concepito come testo di riferimento per lo studio universitario, questo libro vorrebbe essere utile anche a quanti lavorano nel settore: a chi lo fa quotidianamente, come i responsabili delle funzioni di controllo negli intermediari finanziari, i funzionari delle autorità di vigilanza e i professionisti specializzati; e a chi si avvicina al diritto del mercato dei capitali in modo più occasionale, come spesso accade per giudici e avvocati. L'aggiornamento dei riferimenti normativi è al 30 giugno 2016, quando già si annunciano ulteriori mutamenti delle regole primarie e secondarie. Per la natura delle cose, il lavoro per la seconda edizione incomincia, quindi, il giorno dopo aver licenziato la prima. Commenti e segnalazioni di errori saranno di aiuto alle edizioni che verranno.

Il doveroso ringraziamento a chi ha reso possibile questo libro coincide con il riconoscimento di una lunga storia di amicizia: con i miei maestri, Francesco Realmonte, Giuseppe Portale, Pietro Abbadesse e Aldo Dolmetta; e con i miei studenti che, da laureati, hanno contribuito al lavoro di redazione: Danilo Semeghini, Stefano Valente, Edoardo Grossule, Edoardo D'Ippolito, Matteo Musitelli, Virgilio Sollima, Francesca Canzani, Andrea Guadagnino, Enrico Restelli, Luca Astorri e Matteo Arrigoni. Il libro è dedicato a loro e a tutti gli studenti incontrati in questi anni.

Milano, 4 luglio 2016

PRESENTAZIONE DELLA SECONDA EDIZIONE

Nei due anni trascorsi dalla prima edizione la disciplina italiana del mercato dei capitali è significativamente cambiata. Accanto a interventi di portata più ridotta, l'adeguamento del TUF ai regolamenti sui depositari centrali e sui prodotti di investimento pre-assemblati, l'introduzione della norma "anti-scorrerie" nella disciplina delle partecipazioni rilevanti e, soprattutto, il recepimento della MiFID II hanno dato al TUF e alla normativa secondaria una configurazione assai diversa da quella esaminata nella prima edizione. Il quadro delle novità è completato da alcune importanti decisioni giurisprudenziali, mancando ancora, invece, in materia di abusi di mercato, il recepimento della MAD II e l'adeguamento al MAR della disciplina contenuta nel TUF. Nell'auspicio che l'*unfinished business* venga presto completato, la trattazione del tema è svolta con esclusivo riguardo alle norme europee. Per i restanti riferimenti normativi l'aggiornamento è al 30 aprile 2018.

Nel contempo, la crescente diffusione della tecnologia digitale applicata alla finanza — il *Fintech*, come si usa dire con parola ormai corrente — suggerisce un ripensamento di alcune categorie tradizionali di analisi del fenomeno economico, sollecitando, per conseguenza, la riflessione sul corrispondente paradigma giuridico. Nell'attesa di uno svolgimento più compiuto quando la materia sarà maggiormente assestata, il tema viene brevemente affrontato in un nuovo paragrafo della parte generale.

Anche per la seconda edizione, il volume non sarebbe stato possibile senza il contributo di chi mi ha aiutato. Grazie, quindi, a Stefano Valente, Enrico Restelli e Matteo Arrigoni, insieme ai molti amici che — con sorprendente gratuità — continuano ad accompagnare il nostro lavoro.

Milano, 30 maggio 2018

PRESENTAZIONE DELLA TERZA EDIZIONE

Le modifiche normative intervenute nel biennio trascorso dalla edizione precedente confermano la progressiva erosione della centralità del TUF sotto la crescente spinta della disciplina uniforme emanata dall'Unione europea. Con la sola eccezione della disciplina introdotta per recepire la SHRD II, le novità principali si configurano come interventi di coordinamento del TUF con la disciplina regolamentare europea in materia di abusi di mercato, prospetto e *benchmark*. Anche la normativa secondaria delle autorità di vigilanza domestica cede progressivamente il passo alle regole europee di secondo e terzo livello.

Lo scenario economico di riferimento appare segnato da un consolidamento del *FinTech*, da un marcato orientamento verso gli investimenti sostenibili sotto la spinta dei principali investitori istituzionali internazionali e, negli ultimi mesi, dal rischio di una nuova crisi economica innescata dall'emergenza sanitaria a livello mondiale. Registrati solo in parte dalla disciplina positiva, tali fenomeni lasciano intravedere ulteriori mutamenti delle regole e già preparano il terreno per la prossima edizione. Fatto salvo qualche accenno al possibile futuro, l'aggiornamento dei riferimenti normativi è al 30 aprile 2020.

Come per le precedenti, anche la terza edizione non sarebbe stata possibile senza il contributo di chi mi ha aiutato. Enrico Restelli e Matteo Arrigoni sono ormai dei veterani. A loro si sono uniti, come nuovi compagni di squadra e di strada, Isacco Girardi, Giovanni Re Garbagnati e Andrea Cardani. Gli ultimi mesi di lavoro sono stati segnati dall'emergenza sanitaria e dalla prova che l'epidemia ha portato con sé. Questa edizione del manuale è dedicata a chi, in questo tempo così particolare, ha sofferto e ha costruito.

Milano, 4 maggio 2020

PRESENTAZIONE DELLA QUARTA EDIZIONE

In uno scenario economico caratterizzato da un forte orientamento verso gli investimenti sostenibili e dal diffuso ricorso alla tecnologia, l'evoluzione normativa conferma alcune linee di tendenza emerse nel decennio precedente: la centralizzazione della produzione normativa in capo all'Unione europea, un impiego massiccio della disciplina secondaria e del *soft law* delle autorità di vigilanza europee, un ruolo complessivamente residuale del legislatore domestico.

In alcuni casi, le nuove regole rispondono a specifiche sollecitazioni del contesto economico; in altri, contribuiscono a realizzare obiettivi di *policy* europea con carattere più generale. Così, da un lato, i regolamenti in materia di *crypto-assets*, *distributed ledger technology* e *crowdfunding* intervengono a disciplinare questioni particolarmente urgenti, in tal modo facendo dell'Unione europea un protagonista di primo piano nel panorama mondiale della regolamentazione finanziaria. Per altro verso, la disciplina della finanza sostenibile appare inscindibilmente legata al *Green Deal* promosso dalla Commissione, i cui obiettivi sono perseguiti anche orientando la finanza verso un'economia sostenibile e integrando la sostenibilità nella gestione dei rischi. Né mancano nuove regole che portano a compimento un processo iniziato in tempi più risalenti. L'estensione del *key information document* ai fondi UCITS, il completo adeguamento della disciplina penale italiana alle regole europee sugli abusi di mercato, le modifiche alla disciplina MiFID II introdotte dal c.d. *Quick Fix* sono gli esempi più importanti.

Il quadro normativo rimane, nel contempo, in continua evoluzione. Il *Listing Act Package* di prossima approvazione da parte del legislatore europeo, la *Retail Investment Strategy* presentata dalla Commissione, la delega al Governo « per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal TUF » e la legge a sostegno della competitività dei capitali appena approvata sono interventi am-

biziosi, potenzialmente capaci di modificare in modo significativo molti aspetti del diritto vigente. In attesa della prossima edizione, l'aggiornamento dei riferimenti normativi è al 31 marzo 2024.

Anche questa edizione beneficia di un lavoro di squadra, che rende più agevole l'aggiornamento e, soprattutto, incrementa l'amicizia e la costruzione comune. In una storia che cresce in maturità ed esperienza, Enrico Restelli, Matteo Arrigoni, Andrea Cardani, Isacco Girardi, Giovanni Re Garbagnati e Antonio Teodosio hanno consentito al manuale di essere assai migliore di come sarebbe stato senza di loro.

Chicago, 28 aprile 2024